



VYSOKÉ UČENÍ TECHNICKÉ V BRNĚ

BRNO UNIVERSITY OF TECHNOLOGY



**FAKULTA PODNIKATELSKÁ
ÚSTAV EKONOMIKY**

FACULTY OF BUSINESS AND MANAGEMENT
INSTITUTE OF ECONOMICS

FUNDAMENTALNÍ AKCIOVÁ ANALÝZA VYBRANÝCH EVROPSKÝCH VÝROBCŮ OSOBNÍCH AUTOMOBILŮ

SHARE FUNDAMENTAL ANALYSIS OF SELECTED EUROPEAN CAR MANUFACTURERS

DIPLOMOVÁ PRÁCE

MASTER'S THESIS

AUTOR PRÁCE

AUTHOR

Bc. RADEK GALUŠKA

VEDOUCÍ PRÁCE

SUPERVISOR

prof. Ing. OLDŘICH REJNUŠ, CSc.

BRNO 2012

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Galuška Radek, Bc.

Podnikové finance a obchod (6208T090)

Ředitel ústavu Vám v souladu se zákonem č.111/1998 o vysokých školách, Studijním a zkušebním řádem VUT v Brně a Směrnicí děkana pro realizaci bakalářských a magisterských studijních programů zadává diplomovou práci s názvem:

Fundamentální akciová analýza vybraných evropských výrobců osobních automobilů

v anglickém jazyce:

Share Fundamental Analysis of Selected European Car Manufacturers

Pokyny pro vypracování:

Úvod

Vymezení problému a cíle práce

Teoretická východiska práce

Analýza problému a současné situace

Vlastní návrhy řešení, přínos návrhů řešení

Závěr

Seznam použité literatury

Seznam odborné literatury:

REJNUŠ, O. Finanční trhy - 2. rozšířené vydání, Ostrava, Key Publishing, 2010. 660 s. ISBN 978-80-7418-080-4

MUSÍLEK, P. Trhy cenných papírů. 2.vydání, Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5

JÍLEK, J. Finanční trhy a investování. 1.vydání, Praha: Grada publishing, 2009. 648s. ISBN 978-80-247-1653-4

KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. Finanční analýza krok za krokem, Praha, C.H.Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3

Vedoucí diplomové práce: prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc.

Termín odevzdání diplomové práce je stanoven časovým plánem akademického roku 2011/2012.

L.S.

doc. Ing. Tomáš Meluzín, Ph.D.
Ředitel ústavu

doc. RNDr. Anna Putnová, Ph.D., MBA
Děkan fakulty

V Brně, dne 20.01.2012

ANOTACE

Cílem této diplomové práce je akciová analýza vybraných podniků evropského automobilového průmyslu za účelem zvolení nejvýhodnější investiční příležitosti. Teoretická část diplomové práce shrnuje nejpoužívanější přístupy a metody fundamentální analýzy akcií. V praktické části jsou tyto poznatky aplikovány pro analýzu společností BMW AG, Daimler AG, Fiat S.p.A., PSA SA, Renault SA a Volkswagen AG. Na základě porovnání zjištěných výsledků analýz je v závěru práce stanoveno investiční doporučení.

KLÍČOVÁ SLOVA

Fundamentální analýza, finanční analýza, akcie, BMW AG, Daimler AG, Fiat S.p.A., PSA SA, Renault SA a Volkswagen AG

ANNOTATION

The aim of this diploma thesis is an analysis of selected joint-stock companies of the European automotive industry for the purpose of selecting the most advantageous investment opportunities. The theoretical part of the thesis summarizes the most common approaches and methods of fundamental analysis of shares. In the practical part, these findings applied to the analysis by BMW AG, Daimler AG, Fiat SpA, PSA SA, Renault SA and Volkswagen AG. The investment recommendation is proposed in the basis of the comparison of the results gathered by the analysis.

KEYWORDS

Fundamental analysis, financial analysis, share, BMW AG, Daimler AG, Fiat S.p.A., PSA SA, Renault SA a Volkswagen AG

BIBLIOGRAFICKÁ CITACE PRÁCE

GALUŠKA, R. *Fundamentální akciová analýza vybraných evropských výrobců osobních automobilů*. Brno: Vysoké učení technické v Brně, Fakulta podnikatelská, 2012. 95 s. Vedoucí diplomové práce prof. Ing. Oldřich Rejnuš, CSc..

ČESTNÉ PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že předložená diplomová práce je původní a zpracoval jsem ji samostatně. Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná, že jsem ve své práci neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb. o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským ve znění pozdějších předpisů).

V Brně, dne 20.1.2012

.....

podpis autora

PODĚKOVÁNÍ

Děkuji vedoucímu diplomové práce Prof. Ing. Oldřichu Rejnušovi, CSc. za odborné vedení, vstřícný přístup a cenné rady během psaní této diplomové práce.

Zároveň bych chtěl poděkovat svým rodičům za podporu po celou dobu mého studia.

Obsah

1	Úvod	10
2	Vymezení cíle.....	11
3	Teoretická východiska	12
3.1	Investice	12
3.1.1	Výnosový míra.....	12
3.1.2	Riziko.....	13
3.1.3	Likvidita.....	15
3.2	Akciová společnost	15
3.2.1	Akcie	16
3.2.2	Řízení společnosti	17
3.2.3	Holdingová společnost.....	18
3.3	Trhy cenných papírů	20
3.4	Fundamentální analýza.....	21
3.4.1	Globální analýza	22
3.4.2	Oborová analýza	25
3.4.3	Podniková analýza	27
3.4.4	Mezipodnikové srovnávání.....	34
4	Praktická část.....	36
4.1	Globální analýza.....	36
4.1.1	Reálný výstup ekonomiky	36
4.1.2	Fiskální politika	37
4.2	Oborová analýza.....	38
4.2.1	Světový trh.....	38
4.2.2	Konkurence	41
4.2.3	Indexy automobilového průmyslu	44

4.3	Podniková analýza	44
4.3.1	Shodné znaky společností	45
4.3.2	BMW AG.....	47
4.3.3	Daimler AG.....	52
4.3.4	Fiat S.p.A.	57
4.3.5	PSA SA	63
4.3.6	Renault SA.....	67
4.3.7	Volkswagen AG.....	71
5	Mezipodnikové srovnání	78
5.1.1	Výpočet faktoru β	78
5.1.2	Rating.....	79
5.1.1	Kvalita informací	79
5.2	Srovnávací matice	80
5.2.1	Výběr ukazatelů	80
5.2.2	Skóre podniků	81
6	Investiční doporučení	83
7	Závěr	85
	Zdroje.....	87
	Seznam použitých zkratk	93
	Seznam tabulek a obrázků	94

1 Úvod

Burzy lákají investory vidinou dosažitelných zisků již několik staletí. Mezi známými osobnostmi, které podlehlí vábení burzy patřili Isaac Newton, Voltaire, Casanova, Balzac, Ricardo, nebo Keynes. Burzy během své existence prošly značným vývojem, co se však nezměnilo, je fakt, že akciové investice dosahují nejvyšších výnosů v porovnání s ostatními aktivy. Vyšší výnos ovšem přináší vyšší rizika a tak se může stát, že i sebelepší investor svůj vklad místo zhodnocení nechtěně zredukuje, pokud se kurz vydá opačným směrem.

Každý investor ve snaze o co nejlepší zhodnocení svého kapitálu používá rozličných metod k odhadnutí budoucích kurzů. Málokdo však dokáže posoudit investici během chvílky a s takovou intuicí jako Warren Buffet. V praxi se proto nejčastěji užívá technologická analýza s počítačovou podporou k zpracování kvanta dat kurzů a grafů, pro odhadnutí budoucího vývoje, psychologická analýza pro odhadnutí nálady burzovního publika a nejkompexnější fundamentální analýza zkoumající podnik ze všech možných úhlů pohledu.

A právě fundamentální analýze je věnována tato práce. V následujících kapitolách jsou popsány kurzotvorné faktory na makroekonomické, odvětvové a hlavně podnikové úrovni s cílem posoudit podnik z hlediska prosperity a odhadnutí jeho perspektivy na akciovém trhu.

Na závěr úvodu bych si dovolil citovat legendárního investora:

"Vydělat se dá, prodělat se musí"

André Kostolany

2 Vymezení cíle

Cílem této diplomové práce je zmapování a výběr nejvýhodnější investiční příležitosti v oblasti automobilového průmyslu v Evropě, konkrétně mezi největšími výrobci osobních automobilů: BMW AG, Daimler AG, Fiat S.p.A., PSA SA, Renault SA a Volkswagen AG. Důraz je kladen na kapitálový zisk z investice, tedy růst hodnoty podniku a jeho udržitelnost.

V první části práce jsou popsána teoretická východiska problematiky investování na trhu akcií. Největší část je věnována fundamentální analýze, hodnotící globální, odvětvové a pro tuto práci stěžejní podnikové faktory.

Praktická část je rozdělena na několik částí. Prvním parciálním cílem je fundamentální analýza skládající se z krátkého přehledu automobilového průmyslu jako celku, představení jednotlivých společností a vymezení zdrojů jejich příjmů. Důraz analýzy společností je kladen na finanční analýzu z veřejně dostupných výkazů.

Druhým parciálním cílem je mezipodnikové srovnání pomocí matice s vybranými ukazateli a přidělenými vahami. Výsledkem matice je porovnatelná hodnota udávající skóre podniku.

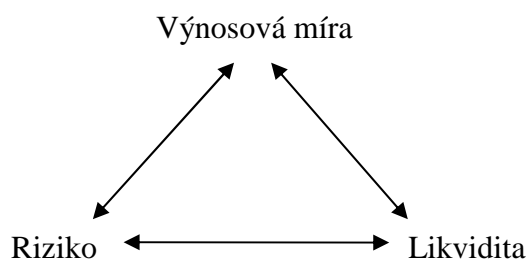
Globálním cílem práce je formulace investičního doporučení, s hlavním důrazem na výsledek komparativní metody. Zahrnuty budou i subjektivní názory autora na situaci podniků.

3 Teoretická východiska

3.1 Investice

Investice jsou všeobecně chápány jako záměrné obětování určité přesně známé dnešní hodnoty za účelem získání vyšší, i když ne zcela jisté hodnoty budoucí. (7)

Při rozhodování o investici bere investor v úvahu tři základní faktory: výnosovou míru daného instrumentu, riziko a likviditu, přičemž racionální investor bude požadovat co nejvyšší výnosovou míru při nejmenším riziku a nevyšší likviditě. Za základ moderní investiční teorie se považuje práce H. Markowitze "Portfolio selection" z roku 1952. Vztah mezi výnosovou mírou, rizikem a likviditou lze znázornit následovně:



Obrázek 1 Magický investiční trojúhelník (6)

3.1.1 Výnosová míra

Hlavním motivem investorova počínání a postupování rizika s investicemi spojeným je očekávání zhodnocení vložených prostředků. Příjmy z investice můžeme rozdělit na **běžný výnos**, plynoucí z držby investičního instrumentu (úroky, kupónové platby, dividendy) a na **kapitálový výnos** uskutečněný obchodováním (rozdíl mezi pořizovací a nákupní cenou). Hodnotu, jakou investorovi přinese jedna proinvestovaná jednotka, můžeme vyjádřit v procentech jako míru celkového výnosu (MCV), skládajícího se opět z míry běžného výnosu a míry kapitálového výnosu: (7)

$$MCV_{(t,t+1)} = \frac{BV_{(t,t+1)} + C_{P(t+1)} - C_{N(t)}}{C_{N(t)}}$$

kde: $MCV_{(t,t+1)}$ - míra celkového výnosu

$BV_{(t,t+1)}$ - běžný výnos získaný za období (t) až (t+1)

$C_{N(t)}$ - nákupní cena v čase (t)

$C_{P(t+1)}$ - prodejní cena v čase (t+1)

3.1.2 Riziko

Pojem rizika lze chápat dle hlavních směrů investiční ekonomie jako nejistota či nebezpečí, že investor nedosáhne předpokládané výnosnosti. V takovém případě se jedná o riziko očekávané (*ex-ante*). Rizika, se kterými musí investor ve svých plánech kalkulovat, můžeme rozdělit na (7):

- riziko změn tržní úrokové míry
- riziko inflační
- riziko událostí
- riziko insolvence, resp. případného úpadku emitenta
- riziko ztráty likvidity předmětného finančního instrumentu
- riziko měnové
- riziko operační
- riziko individuálních vlastností jednotlivých investičních nástrojů

V praxi, zejména při vytváření portfolií, se pro vyjádření rizika používá směrodatná odchylka očekávaných výnosových měr od skutečné výnosnosti, beroucí v úvahu pravděpodobnosti výskytu možného vývoje a dosažitelných výnosových měr. Potom platí, že větší směrodatná odchylka znamená větší rizikovost dané investice. Obecněji se kolísání úrokových měr nazývá **volatilita**. Dle zdroje(7) můžeme riziko vyjádřit následovně:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_1^n p_i \cdot (V_i - V_{oček})^2}{\sum_1^n p_i}}$$

kde σ - směrodatné odchylka

V_i - hodnoty (možné) výnosnosti

$V_{oček}$ - očekávaná výnosnost

p_i - pravděpodobnosti jednotlivých odchylek

Ke kvantifikování rizika lze využít matematicko-statistické postupy i na základě dat minulých (*ex-post*). Investoři pak vyčíslené riziko interpretují jako rizikovou prémii zakalkulovanou do požadované výnosové míry uvažované investice.

3.1.2.1 Koeficient β

Koeficient beta slouží k měření volatility jednotlivých akcií vůči tržnímu portfoliu. Koeficient nám říká, jak těsně určitá akcie kopíruje vzestupy a pády trhu akcií. Jeho konstrukce vychází z metody oceňování kapitálových aktiv (CAPM) vytvořené v roce 1964 W. Sharpem. (3) Někdy se problematika chování akcií vůči části trhu označuje jako Sharpeův **model jednoho indexu**. (1)

Beta faktor může nabývat následujících hodnot: (6)

$\beta < 0$	Na pozitivní změnu výnosové míry trhu reaguje výnosová míra akcie negativně a naopak.
$\beta = 1$	Chování akcií přesně kopíruje vývoj trhu.
$\beta > 1$	Výnosová míra akcie stoupá nebo klesá rychleji než výnosová míra trhu. Vyšší možná výnosnost je doprovázena vyšším rizikem.
$0 < \beta < 1$	Výnosové míry trhu a akcie se pohybují stejným směrem, ale výnosová míra z akcie stoupá nebo klesá pomaleji.

Pro výpočet koeficientu beta lze použít následující vzorec: (1)

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_m, r_i)}{\sigma_m^2} = \frac{\sum(r_m - \bar{r}_m)(r_i - \bar{r}_i)}{\sum(r_m - \bar{r}_m)^2}$$

kde r_m - výnosová míra trhu (indexu)

r_i - výnosová míra cenného papíru

σ_m^2 - rozptyl výnosů tržního portfolia

Je vhodné upozornit i na některé nedostatky vypovídací schopnosti koeficientu beta a celkově metody CAPM. Hlavním problémem je skutečnost, že teorie riziko udává pouze jako riziko rozptylu výnosnosti od střední hodnoty a nikoli jako riziko nízké, či

dokonce záporné výnosnosti; což je velký rozdíl mezi obecným chápáním rizika. Dalším nedostatkem je stanovování hodnot na základě historických údajů a jejich považování za očekávané hodnoty. Přitom obecně platí, že budoucí vývoj na burzách s historickým vývojem souvisí jen omezeně. (1)

3.1.3 Likvidita

Likviditou se rozumí rychlost, s jakou mohou být cenné papíry proměněny na hotovostní peníze. Pokud se jedná o cenné papíry kotované na veřejných, sekundárních a zejména organizovaných trzích, lze předpokládat velmi dobrou likviditu. Na velikost likvidity mají vliv faktory jako velikost emise, kvalita investičního prostředí a samotného trhu (burzy) a velikost agregátní poptávky. S poklesem likvidity cenného papíru vzroste jeho rizikovost a tedy následný pokles tržní ceny. (7)

3.2 Akciová společnost

Od 17. století začaly vznikat společnosti s omezenými závazky. Podílníci společnosti ručili za závazky společnosti omezeně, pouze do výše investice do společnosti a nikoli veškerým svým osobním majetkem. Společnosti tak byly ochotné jít do většího podnikatelského rizika, než byly ochotny jít fyzické osoby. Tento fakt podnítil podnikatele k vyšší aktivitě a k vyššímu růstu ekonomiky. V dnešní době se můžeme setkat se dvěma formami společností s omezenými závazky. Jsou jimi:

- Společnost s ručením omezeným
- Akciová společnost

Pro obchodování na veřejných trzích je přizpůsobena a povolena pouze akciová společnost.

Akciová společnost (a.s.), v Německu Aktiengesellschaft (AG), ve Francii Sociétés anonymes (SA), v Itálii Società per Azioni (S.p.A.) je nejčastější formou podnikatelských subjektů ve vyspělých ekonomikách. Její kapitál se skládá z příspěvků akcionářů, přičemž akcionáři dostávají za své příspěvky odpovídající podíl ve

společnosti a z něj vyplývající práva, především právo na výplatu zisku a právo na hlasování na valných hromadách.

Kromě toho od roku 2004 v Evropě existuje **Evropská společnost** (societas europea, SE). Evropská společnost může být založena minimálně dvěma právníckými osobami (přímá majetková účast fyzických osob je vyloučena), z nichž má každá sídlo v jiné zemi EU. Evropská společnost může libovolně změnit své sídlo v jakékoliv zemi Evropské unie. Minimální kapitál činí 120 000 €, nejvyšším orgánem je valná hromada akcionářů. (1)

3.2.1 Akcie

Význam podnikových akcií spočívá v první řadě v tom, že jejich emitováním a následným prodejem na primárním trhu si akciové společnosti opatřují potřebné peněžní prostředky, jež v budoucnu nemusejí vrátit. A za druhé, protože ve srovnání s dluhopisy jsou všeobecně považovány za výnosnější, přitahují zájem mnoha potencionálních investorů. Motivem nákupu akcií je snaha investorů dosáhnout dividend (běžných výnosů) a výnosů kapitálových, vyplývajících z předpokládaného růstu jejich tržních cen (kurzů). (7)

3.2.1.1 Kmenové akcie

Kmenoví akcionáři mají právo na:

- Výplatu vytvořeného zisku
- Účastnit se valných hromad, předkládat na nich návrhy a při hlasování uplatnit počet hlasů úměrný počtu držených akcií
- Odpovídající podíl na likvidačním zůstatku akciové společnosti

3.2.1.2 Prioritní akcie

Prioritní akcie kombinují vlastnosti klasických akcií a dluhopisů. Prostředky vložené do podniku se považují za časově neohrazenou investici a navyšují základní kapitál. Slibují pravidelnou výplatu dividend (i při záporném hospodářském výsledku), avšak na úkor hlasovacích práv, která tak připadají pouze na kmenové akcionáře.

3.2.2 Řízení společnosti

Řízení společnosti zahrnuje vztahy mezi vlastníky podniku, vedením a zaměstnanci. Hlavním problémem je oddělení vlastnictví podniku a vedení. V praxi se uplatňují dva modely: monoistický a duální. Za zmínku stojí dnes silně prosazovaná **stakeholders** teorie podnikatelské etiky, která kromě vlastníků zohledňuje všechny strany, které mají co dočinění s daným podnikem (vlastníci, zaměstnanci, dodavatelé, zákazníci, ale i politické skupiny, obchodní asociace a veřejnost).

- Monoistický model

Liberální anglo-americký model, který preferuje zájmy akcionářů. Jediným orgánem, který řídí společnost je výbor ředitelů, který volí ze svých řad výkonného ředitele. Výbor ředitelů je volen a odpovědný akcionářům.

- Duální model

Spočívá v existenci orgánu výkonného (řídícího výboru) a orgánu kontrolního (dozorčí rady). Model se uplatňuje v kontinentální Evropě a v Japonsku a bere v úvahu také zájmy zaměstnanců, vedení, dodavatelů, klientů a dané komunity. Akcionáři (někdy i zaměstnanci) volí členy dozorčí rady a členové dozorčí rady volí představenstvo. Dozorčí rada má velké kompetence; předsedou dozorčí rady bývá zástupce většinového vlastníka. (1)

Problém principála a agenta

Problém principála a agenta vzniká v podmínkách asymetrických informací, kdy principál (vlastník společnosti) najímá agenta (management), aby pro něj pracoval. Cíle vlastníků a manažerů jsou stejné totiž jen zdánlivě. Středem zájmů může tak být například přístup k nerozděleným ziskům ; vlastníci upřednostňují jejich vyplácení, manažeři reinvestování do podniku svého působení. Ke sladění zájmů se používá mnoho metod, jako např. podíl na zisku, či vázané odměny na výkonnost. Zejména ve velkých společnostech s rozptýleným vlastnictvím (i tisíce drobných akcionářů) mají manažeři velmi silnou, opevněnou pozici.

3.2.3 Holdingová společnost

Holdingem (také koncern), se nazývá uskupení obchodních společností, z nichž jedna společnost ostatní plně vlastní, nebo v nich drží rozhodující podíl; při rozptýlení vlastníků postačí k ovládnutí společnosti i méně než 51%ní podíl. Nejčastějším typem společnosti v holdingovém uskupení je akciová společnost, i když někdy může být dceřinou společností i společnost s ručením omezeným. Mezi výhody holdingového uskupení patří vzhledem k zachování právní subjektivity dceřiných společností izolace rizika - možnost vyšší míry využití finanční páky a schopnost ovládnout další firmy bez nutnosti souhlasu akcionářů. Mezi nevýhody patří obecně vícenásobné zdanění - dividendy od dceřiných společností jsou zdanitelným příjmem a nákladnější správa než řízení jednotné společnosti. (3)

V EU se zabráňuje dvojímu zdanění při převodu zisku (např. formou dividend) z dceřiných společností do mateřských díky směrnici, která udává že zisk dceřiné společnosti má být daněn jen jednou a to sazbou daně z příjmů u dceřiné společnosti. (1)

Podle rozsahu aktivit můžeme rozlišovat:

- Čistý holding

Mateřská společnost neprovozuje výrobní činnost; zabývá se výhradně správou a řízením svých dceřiných společností. K těmto aktivitám může patřit společné obstarávání finančních prostředků, výrobních zdrojů, marketing, nebo odbytová činnost pro své dceřiné společnosti.

- Kombinovaný holding

Mateřská společnost kromě řízení svých dceřiných společností vykonává také svou původní výrobní a obchodní činnost.

3.2.3.1 Účetní postupy dceřiných společností

Většina společností zveřejňuje konsolidované výkazy, jež v rozvaze a výkazech zisků a ztrát zahrnují i účetnictví svých dceřiných společností. V těchto výkazech nelze rozeznat, které sumy pocházejí z konkrétní jednotky společnosti, nicméně bývají k dohledání ve výročních zprávách a v dodatcích k účetním výkazům. V konsolidovaných

výkazech se zisky a majetkové účasti minoritních akcionářů uvádějí jako odpočet menšinových nároků - *minority interests*.

Podle podílu hlasovacích práv rozlišujeme:

Podíl vlastnictví	Vliv	Metoda vykazování
< 20%	Bez významného vlivu	Tržní hodnota / Nákladová metoda
20-50%	Rozhodující podíl	Kapitálová účetní metoda
>50%	Ovládnutí	Konsolidace

Tabulka 1 Dceřinné společnosti

3.2.3.2 Fúze, akvizice

Fúze a akvizice slouží k substituci růstu podniku realizovaného interními silami za pomocí vlastních kapitálových investic. V případě fúze se jedná o splynutí firem a vytvoření nové entity (např: Daimler-Chrysler), v případě akvizice jedna společnost koupí druhou (např: Volkswagen koupil Škodu) . Motivy fúzí vysvětlující ochotu platit prémii za kontrolní balík (vyjma prostého využití nákupu aktuálně podhodnocené společnosti) jsou: (8)

- Efektivnost

Provozní synergie (úspory z rozsahu, získání know-how, snížení rizika), finanční synergie (zvýšení dluhové kapacity, snížení dluhových nákladů) a využití trhů.

- Management

Získání efektivního managementu, nebo naopak nahrazení neefektivního managementu přebírané firmy.

- Zdanění

Převody ztrát, odložení daně z dividend jejich nahrazením kapitálovým ziskem z akvizice.

Synergických efektů je dosahováno tím, že přebírající firma vlastní výrobní prostředky jejichž efektivnost vzroste pokud se spojí s výrobními prostředky přebírané firmy ($1+1=3$). Synergického efektu je možné dosáhnout: (6)

- Horizontální integrací

Spojení firem se stejným předmětem podnikání. Synergie je dosahováno úsporami z rozsahu, nebo zvětšením tržního podílu a zvýšení tržeb či ziskové marže

- Vertikální integrací

Spojení firem s činnostmi navazujícími ve výrobním procesu. Převzetím odběratele nebo dodavatele firma dostane pod kontrolu jednotlivé fáze výrobního procesu.

- Konglomerátní integrací.

Spojení firem s nesouvisející činností. Zdrojem synergií může být rozšíření sortimentu. Jako další výhodou bývá uváděna diverzifikace činnosti podniku, nicméně existují i protichůdné názory. Investor může podobného účinku docílit diverzifikovaností svého portfolia.

Pokud investor najde na trhu podhodnocený podnik, který považuje za vhodného kandidáta na převzetí jinou firmou, může se pokusit o **rizikovou arbitráž** skoupením části akcií. Pokud byl jeho odhad správný, následuje nabídka na převzetí jinou firmou s premii za kontrolní balík akcií, která převyšuje aktuální tržní cenu. Investor, či v tomto případě spíše spekulant, tak může dosáhnout značného zisku. (8)

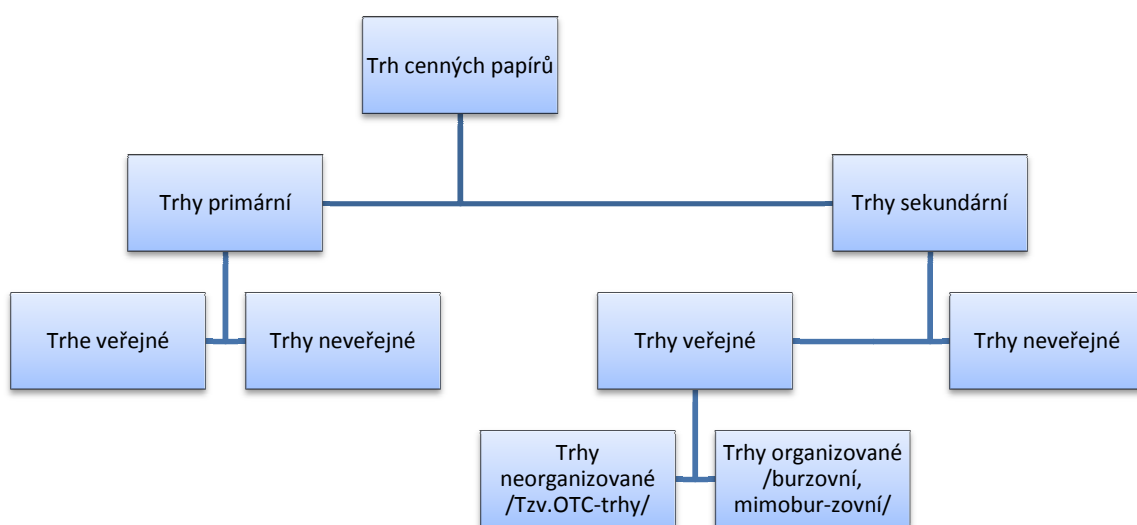
3.3 Trhy cenných papírů

Trhy cenných papírů jsou součástí finančního trhu, jenž plní v ekonomice důležitou funkci při alokaci volného kapitálu. Prostřednictvím finančních trhů si zájemci o peněžní prostředky (nejčastěji firmy) půjčují od subjektů s momentálně přebytkovými prostředky (nejčastěji domácnosti).

Podle toho, jedná-li se o nové emise cenných papírů poprvé uváděné na finanční trh (např. IPO), nebo se obchoduje s cennými papíry již dříve vydanými, je možno rozlišovat primární a sekundární trhy cenných papírů. Funkce primárního trhu spočívá v získávání nových peněžních zdrojů (včetně úspor drobných investorů) a v jejich přeměně ve zdroje dlouhodobé. Jako protihodnota jsou investorům prodávány nově emitované cenné papíry. Na veřejných sekundárních trzích jsou obchodovány již dříve

vydané a tím pádem již v oběhu existující cenné papíry, jež prodávají jejich stávající majitelé novým nabyvatelům. (7)

Na světě existuje celá řada různě zaměřených burz, jež jsou všeobecně považovány za vrcholové instituce příslušných trhů. Jejich nezastupitelnou funkcí je především to, že se na nich vytvářejí kurzy v podstatě řídí nejen všechny ostatní stejně zaměřené sekundární trhy, ale i v související trhy primární. (7)



Obrázek 2 Trhy cenných papírů (7)

3.4 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je jedním z přístupů k hodnocení cen akcií. Vlastní cena akcií je utvářena na trhu střetem nabídky a poptávky. Tomuto procesu předchází subjektivní ohodnocení akciových titulů ze strany odlišně motivovaných kupujících a prodávajících. V praxi se používají tyto přístupy k posouzení ceny akcií:

- Fundamentální analýza

"Fundamentální analýzu lze chápat jako soubor různých přístupů při využívání účelových kombinací rozličných analytických metod s cílem co nejpresnějšího určování vnitřních hodnot vybraných akcií." (7)

- Technická analýza

Cílem technické analýzy je analyzovat stávající vývoj akciových kurzů a následně predikovat jeho budoucí vývoj (odhadem trendu) a tak určit nejvhodnější dobu prodeje či nákupu titulu. Vychází z publikovaných tržních údajů, jimiž jsou hlavně kurzy a objemy zrealizovaných obchodů. S využitím výpočetní techniky lze kromě samotných grafů kurzového vývoje sestavovat rozmanité technické indikátory, vytvořené na základě matematických formulí. (7)

- Psychologická analýza

"Psychologická analýza vychází z předpokladu, že akciové trhy jsou pod silným vlivem masové psychologie burzovního publika, jež tím, že působí na účastníky trhu, ovlivňuje úroveň kurzů." (7) Jako příklad koncepce psychologické analýzy můžeme uvést Keynesovu spekulativní rovnovážnou hypotézu, Kostolanyho burzovní psychologii, nebo teorii spekulativních bublin.

Tato práce využívá hlavně přístupů fundamentální analýzy, jejíž další členění je následující:

- Globální analýza
- Oborová analýza
- Podniková analýza

3.4.1 Globální analýza

Analyzuje ekonomiku jako celek a zabývá se zkoumáním vztahů mezi vývojem tzv. globálních, především makroekonomických agregátů a pohybem akciových kurzů. (7)

Dle některých studií (B. King, J.L.Farell) jsou právě změny globálních veličin největším faktorem, který ovlivňuje individuální akciové kurzy. (5)

3.4.1.1 *Reálný výstup ekonomiky*

V dlouhém období akciové kurzy kolísají okolo rostoucího trendu, daného neustálým růstem ekonomické úrovně. Ve střednědobém období však vazba není tak těsná vlivem střídání hospodářských cyklů. **Akciové kurzy předbíhají vývoj reálné ekonomiky** zpravidla o několik měsíců (více při růstu, méně v dobách recese). Vycházíme-li z

tohoto předpokladu, pak musí investor předpovídat výstup ekonomiky s dostatečným předstihem.

3.4.1.2 Fiskální politika

Fiskální politikou se rozumí správa a řízení příjmů, výdajů a dluhů vlády. Podnikové daně snižují společnostem zisky a tím omezují schopnost vyplácet dividendy i omezují další růst společností. Důchodová daň omezuje disponibilní důchody investorů a následně poptávku po investičních instrumentech. Růst daňového zatížení tedy negativně ovlivňuje kurzy akcií.

Kromě daňového aparátu ovlivňuje kurzy akcií i výdajová politika. Pozitivní vliv mají výdaje použité na nákup zboží a služeb u akciových společností, kterým posléze vzroste tržba a zisk. Negativní vliv mají vládní výdaje v situaci, kdy zvyšují státní deficit, který se financuje emisemi státních dluhopisů, což působí na růst úrokové míry.

3.4.1.3 Peněžní nabídka

Faktor peněžní nabídky je všeobecně investory považován za jeden z nejdůležitějších. I přes opačné názory části ekonomů převládá názor, že **růst peněžní nabídky zvyšuje poptávku po akciích, což způsobuje vzestup akciových kurzů.** (5) Jako možná vysvětlení se uvádí:

- Efekt likvidity

Zvýšení peněžní nabídky centrální bankou při neměnné poptávce po penězích způsobí, že dodatečné peněžní prostředky jsou investovány, částečně i na akciových trzích. A jelikož v krátkém období je nabídka akcií téměř fixní, dojde k vzestupu kurzů.

- Transitivní mechanismus

Zvýšení peněžní nabídky vede investory k nákupu dluhopisů. Vlivem zvýšené poptávky jejich cena vzroste - výnosnost poklesne a zájem investorů se přesune na substituční aktiva, jimiž jsou akcie. Zvýšená poptávka po akciích opět vede k růstu cen akcií.

- Nepřímý vliv na reálný výstup ekonomiky

Zvýšení peněžní nabídky stlačí úrokové míry, což podnítl investiční aktivitu firem, kterým následně vzroste zisk. Vyšší zisky se odrazí ve vyšších akciových kurzech.

3.4.1.4 Úrokové sazby

Další důležitý a investory sledovaný ukazatel. Mezi krátkodobými úrokovými sazbami a cenami akcií platí inverzní vztah. **Růst úrokové míry vede k poklesu tržních cen akcií.** Jako hlavní příčiny se uvádí:

- Ceny akcií reflektují současnou (diskontovanou) hodnotu budoucích finančních příjmů. S růstem úrokových sazeb jako součásti diskontu roste investory požadovaná výnosnost a vnitřní hodnoty akcií klesají.
- Růst úrokových sazeb zvyšuje výnos dluhových instrumentů a tedy i zájem akcionářů o dluhové instrumenty. Dochází k přesunu finančních prostředků z akciových trhů na nákup dluhových instrumentů.
- Zdražením dodatečných kapitálových vstupů se omezí investiční aktivita firem, což vede k omezení růstového potenciálu a k následnému poklesu cen akcií.

3.4.1.5 Inflace

Akcie jsou považovány za instrumenty odolávající znehodnocení inflací. Má tomu tak být z důvodu promítnutí inflace do cen produktů firmy, následného růstu nominálního zisku a kurzu akcií. Dle výzkumů toto neplatí vždy, což odůvodňuje daňová hypotéza: při odepisování investičního majetku se většinou odepisuje z pořizovacích cen, takže v době inflace reálná hodnota odpisů klesá a roste daňové zatížení firem. Výsledkem je pokles reálného zisku po zdanění. Obdobné problémy způsobuje oceňování zásob metodou FIFO - inflace způsobuje podhodnocení vynaložených nákladů. (7)

Inflační prostředí má samo o sobě negativní vliv na kurzy akcií a to zvyšováním nervozity na trzích. (7)

3.4.1.6 Pohyb zahraničního kapitálu

Akciové trhy jsou dnes ve vyspělých státech zcela liberalizované a globalizované. V praxi to znamená, že investoři při vyhledávání podhodnocených titulů mohou libovolně a velmi rychle přesouvat své peněžní prostředky z jednoho konce světa na druhý. Tyto pohyby kapitálu pak mají obrovský vliv na volatilitu akcií: příliv peněžních prostředků na trh způsobuje růst jeho kurzů, odliv prostředků naopak pokles na daném trhu. (6)

3.4.1.7 Kvalita investičního prostředí

Kvalita investičního prostředí souvisí s celkovou vyspělostí země. Nejvýznamnější oblasti rozhodující o kvalitě trhu jsou transparentnost, bezpečnost a stabilita finančního trhu. Splnění těchto podmínek vzbuzuje důvěru u investorů, a neodrazuje od realizace zamýšlených investic. Investory pak zajímá zejména:

- Schodky a nerovnováha
- Cenové regulace a černý trh
- Ekonomické a politické šoky
- Korupce, hospodářská kriminalita a právní systém

3.4.2 Oborová analýza

3.4.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Většina podniků dosahuje hospodářských výsledků v závislosti na aktuální kondici ekonomiky, konkrétně jestli se nachází v období konjunktury, nebo recese. Tuto závislost můžeme rozdělit na tři typy:

- Odvětví cyklická

Podniky v cyklických odvětvích dosahují dobrých výsledků během expanze, zatímco v recesi se potýkají s úbytkem tržeb, což má dopad na výši zisku a kurzy akcií. Tento typ podniků je v ekonomice nejčastější. Jedná se především o producenty zboží a služeb, jejichž nákup může kupující odložit do příznivějších období; např. stavebnictví, strojírenství, doprava, apod.

- Odvětví neutrální

Podniky v těchto odvětvích nebývají příliš ovlivněny hospodářským cyklem, neboť nákup jejich produktů nelze dlouhodobě odkládat. Jedná se především o potravinářské, farmaceutické firmy, výrobce tabáku a alkoholu .

- Odvětví anticyklická

Anticyklická odvětví vykazují velmi dobré hospodářské výsledky v období recese, ale slabší v období expanze. V uvedeném případě se ovšem nejedná o celá odvětví, spíše

pouze o některé obory resp. podobory. Obecně je možno hovořit o produkci tzv. "Griffenova zboží", neboli "zboží nouze". (7)

3.4.2.2 Tržní struktura odvětví

Nejideálnějším stavem trhu je dokonalá konkurence. Ta by fungovala pouze za předpokladu splnění 4 následujících podmínek:

- Dokonalá informovanost kupujících a prodávajících
- Nulové náklady na změnu dodavatele
- Homogenní produkt
- Velký počet prodávajících

Do nedokonalých trhů se řadí monopolistická konkurence, oligopol a monopol.

Monopol je situací, kdy na daném trhu (díky možným bariérám vstupu na trh) působí jen jeden prodávající, a tedy si určuje všechny podmínky i ceny podle sebe. Existují dva typy monopolu:

- administrativní monopol – bariérou pro vstupu na trh je potřeba získání povolení od státu
- přirozený monopol – pro vstup na trh existují přirozené bariéry, nejčastěji nutnost budování přenosové sítě (např. potrubí) pro dodání služby či zboží

Pro oligopol platí, že se na trhu dlouhodobě vyskytuje pouze několik firem, které jej ovládají a mohou dosahovat ekonomického zisku.

Monopolistická konkurence se značí otevřeným trhem s velkým počtem prodávajících, kteří prodávají podobné produkty za ceny vyšší, než jsou mezní náklady, takže prodávající může krátkodobě dosahovat ekonomického zisku. To však na trh láká další prodávající a ceny opět poklesnou, to znamená, že dlouhodobě směřují prodávající k nulovému ekonomickému zisku.

3.4.3 Podniková analýza

3.4.3.1 Účetní výkazy

Finanční analýza podniku se provádí na základě interních dat zveřejňovaných na konci období. Nejobsáhlejší zprávy s auditovanými výkazy bývají k dispozici ve Výročních zprávách (*Annual reports*). Společnosti také mohou vydávat průběžné výsledky *Interim reports* pololetně, nebo i čtvrtletně (většinou u blue chips akcií). Za zdroj informací pro provedení finanční analýzy slouží Výkaz zisků a ztrát (*Income statement / Profit and Loss Statement*) a Rozvaha (*Balance sheet*). Dalšími zdroji uváděnými ve výročních zprávách je výkaz Cash-flow a dle IFRS také Změny vlastního kapitálu (*Statement of Changes in Equity*) a Výkaz úplných zisků (*Statement of Comprehensive Income*). Nejpodstatnější informace najdeme ve výkazech Zisků a ztrát a v Rozvaze.

Výkaz zisků a ztrát

Tento výkaz zobrazuje informace o tržbách (*revenues*) a nákladech (*costs*), výsledku hospodaření a jiných nákladových a výnosových položkách. Je systematicky členěn na provozní výsledek hospodaření (*earnings before interest and taxes*), finanční výsledek hospodaření (*earnings before taxes*) a čistý výsledek hospodaření (*net profit*). Jeho podoba závisí na použitém druhu účetnictví, nebo zemi původu. Veličiny jsou tokové.

Rozvaha

Rozvaha dává přehled o struktuře majetku a jeho zdrojích financování k určitému dni. Jedná se tedy o stavové veličiny. Majetek společnosti - aktiva (*assets*) objemem odpovídá jeho zdrojům, složených z vlastního kapitálu (*equity*) a cizích zdrojů (*liabilities*).

3.4.3.2 Ukazatele tržní hodnoty firmy

Ukazatel čistého zisku na akcii

Earnings per share - EPS je všeobecně považován za klíčový ukazatel vypovídající o finanční situaci podniku vyjadřující velikost čistého zisku připadajícího na akcii. Bývá také nazýván "rentabilitou (kmenové) akcie".(7)

$$EPS = \frac{EAT - \text{Dividendy připadající na prioritní akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

Ukazatel "P/E"

Price earnings ratio - Jeden z nejvíce sledovaných ukazatelů této skupiny. Bývá pravidelně zveřejňován v rámci publikování výsledků burzovního obchodování. Je definován jako poměr aktuální tržní ceny kmenové akcie a čistého zisku připadajícího na kmenovou akcii. Jinými slovy poměr vyjadřuje kolik jsou investoři ochotni zaplatit za jednu peněžní jednotku ročního zisku, nebo také za kolik let by na sebe akcie vydělala. Místo posledního zveřejněného zisku (mrq - *Most Recent Quarter*) lze použít čtyři poslední čtvrtletní zisky (ttm - *Trailing Twelve Months*).

$$P/E = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{EPS}$$

Přestože je P/E mezipodnikově srovnatelný, jeho průměrné hodnoty se mohou napříč odvětvími i zeměmi lišit. Při vyhodnocování tohoto ukazatele je zapotřebí určité opatrnosti vzhledem k některým faktorům: (7)

- Použité účetní metody

Velikost vykazovaného zisku se může lišit vzhledem k rozdílným účetním metodám, které se v jednotlivých zemích liší (např. Japonské společnosti vykazují nižší zisk a vyšší P/E)

- Jednorázové obchodní a finanční operace

Jakékoliv jednorázové obchodní a finanční operace jako např. prodej části podniku, nebo mimořádné odpisy mohou ovlivnit výsledek hospodaření. Všechny obdobné případy, které nejsou trvalého charakteru je doporučováno z analýzy vyloučit. (3)

- Aktuálnost dosazovaných údajů

P/E jako poměrový ukazatel je počítán ze dvou dílčích cifer - zatímco u tržní ceny veřejně obchodovaných společností si můžeme být vždy jistí správností a aktuálností údaje, při vyhodnocování zisku na akcii musí být investor obezřetný.

Pokud má investor k dispozici kvalitní prognózu vývoje společnosti s odhadem budoucích zisků, může pak při odhadu vývoje tržní ceny použít ukazatel Budoucí P/E

(*Forward P/E*). Již z konstrukce ukazatele je patrná značná nespolehlivost takového ukazatele.

Ukazatel dividendy na akcii

Dividends per share je základním dividendovým poměrem, vyjadřující velikost vyplácené dividendy připadající na kmenovou akcii.

$$DPS = \frac{\text{Úhrn dividend připadajících na kmenové akcie}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

Účetní hodnota akcie

Book value per share - *BV* udává hodnotu vlastního kapitálu (aktiva společnosti, od nichž jsou odpočteny dluhy) připadající na jednu akcii. Hodnota tohoto ukazatele u prosperujících podniků roste.

$$BV = \frac{\text{Vlastní kapitál}}{\text{Počet kmenových akcií}}$$

Hodnota přidaná trhem

Market value added - *MVA* udává rozdíl mezi tržní cenou akcie a její účetní hodnotou.

$$MVA = \text{Tržní cena akcie} - BV$$

Dobře prosperující podniky mají tržní cenu i několikanásobně vyšší než je jejich účetní hodnota. Tento ukazatel může dosahovat i záporných hodnot (pak hrozí nebezpečí nepřátelského převzetí). (7)

Poměr tržní ceny a účetní hodnoty akcie

Price to book ratio udává poměr mezi tržní cenou akcie a její účetní hodnotou. Význam tohoto ukazatele je podobný jako u *MVA*, tento poměr je však navíc mezipodnikově srovnatelný.

$$P/B = \frac{\text{Tržní cena akcie}}{BV}$$

3.4.3.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou jak pro stávající akcionáře, tak i pro potenciační investory jedněmi z nejsledovanějších poměrových ukazatelů. Vyplývá to z toho, že informují o efektu, jehož bylo dosaženo vloženým kapitálem, neboli měří "úspěšnost" podniku porovnáváním jeho zisku (výsledku hospodaření) s ukazateli vypovídajícími o prostředcích vynaložených na jeho dosažení. (7)

Rentabilita celkových aktiv

Return On assets - *ROA* je nejsledovanějším ukazatelem úspěšnosti podnikatelské činnosti firem a je tudíž pro investory nejsledovanějším ukazatelem této skupiny. Vyjadřuje čistou výnosnost celkových aktiv podniku, takže čím je jeho hodnota vyšší, tím se jeví hospodářská situace sledované firmy příznivější. (7)

$$ROA = \frac{EAT}{\text{Celková aktiva}}$$

Rentabilita vlastního kapitálu

Return On Equity - *ROE* udává, kolik peněžních jednotek čistého zisku (EAT) připadá na jednu peněžní jednotku vloženou do podniku jeho vlastníky. Proto bývá také označován jako ukazatel zhodnocení kapitálu vloženého akcionáři. (7) Rentabilitu vlastního kapitálu lze zvyšovat finanční pákou vhodným užitím cizího kapitálu.

$$ROE = \frac{EAT}{\text{Vlastní kapitál}}$$

EAT by měl být vyčíslen bez odměn prioritním akcionářům a vlastní kapitál by neměl obsahovat prioritní akcie.

Rentabilita tržeb

Return On Sales - *ROS* charakterizuje jaká část tržeb podniku zůstane jako zisk. Poměr tedy udává efektivnost podniku. Silnou roli zde hraje síla značky (marketing, cenová politika). Nachází-li se hodnota pod oborovým průměrem, znamená to, že podnik má nízké ceny výrobků, nebo vysoké náklady.

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{tržby}}$$

Ukazatel ziskové marže

Profit Margin On Sales - PMOS ukazuje čistý zisk na jednotku obratu. Jedná se o modifikaci ROS s použitím čistého zisku po zdanění. Rozdíl od ROS je tedy ovlivněn finančním výsledkem hospodaření (úroky) a mírou zdanění.

$$PMOS = \frac{EAT}{tržby}$$

3.4.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti sledují vztah mezi vlastními a cizími zdroji. Nízká úroveň zadluženosti poskytuje menší věřitelské riziko, naopak vyšší míra zadluženosti zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu, tedy výnos pro vlastníky společnosti.

Ukazatel zadluženosti

Debt ratio - podíl cizího kapitálu k celkovým aktivům. V prosperující společnosti je navyšování zadluženosti levnějším (než vlastním) cizím kapitálem žádoucí pro zvyšování výnosu vlastního kapitálu. Při vysoké zadluženosti mohou věřitelé podmiňovat poskytování dalších prostředků navýšením vlastního kapitálu, nebo zdražením úvěru (riziková prémie). Vysoká hodnota cizích zdrojů na straně pasiv však nutně nemusí znamenat vysoký podíl dluhu, jelikož ne všechny cizí kapitál je tvořen tzv. zpoplatněným kapitálem (např. závazky z obchodních vztahů, odložená daň). (2)

$$Ukazatel\ zadluženosti = \frac{cizí\ zdroje}{celková\ aktiva}$$

Ukazatel samofinancování

Equity ratio - je matematickým doplňkem ukazatele zadluženosti; součet poměru zadluženosti a samofinancování je roven 1. Vyšší hodnota samofinancování poskytuje větší bezpečnost věřitelům při případné likvidaci a věřitelé jsou obecně ochotnější poskytovat další úvěr podniku.

$$Ukazatel\ samofinancování = \frac{vlastní\ kapitál}{celková\ aktiva}$$

Finanční páka

Debt to equity ratio, Financial leverage - Jakmile firma dosáhne rentability vyšší než jsou náklady na pořízení cizího kapitálu, je vhodné začít cizí kapitál využívat. Umožňuje maximalizaci zisku (EPS) bez ztráty kontroly stávajících akcionářů. Využíváním vyšší finanční páky firma zpravidla dosáhne vyššího ohodnocení akcií. (3)

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Úrokové krytí

Interest coverage - hodnotí schopnost firmy dostát svým závazkům. V zásadě nám výsledek udává, kolikrát je výsledek hospodaření schopen pokrýt náklady na správu dluhu. Názory na požadovanou velikost tohoto ukazatele jsou různé, většinou se jedná o hodnoty od 5 do 10. Hodnota 1 znamená, že veškerý zisk podniku je použit na platbu úroků, menší než 1 znamená, že se podnik nachází ve ztrátě (nikoliv v platební neschopnosti). (4)

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBT + \text{Úrokové náklady}}{\text{Úrokové náklady}}$$

V čitateli je obsažen zisk před zdaněním, jelikož úrok je daňově uznatelným nákladem.

Úrokové krytí lze také vyjádřit pomocí cash-flow z provozní činnosti. Výsledek udává, kolikrát peněžní tok z běžné činnosti pokrývá potřeby financování dluhu. (8)

$$\text{Úrokové krytí z CF} = \frac{CF \text{ z provozní činnosti}}{\text{Úrokové náklady}}$$

3.4.3.5 Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity popisují schopnost podniku dostát svým závazkům, jinými slovy jestli bude mít podnik v nejbližší době dostatek likvidních prostředků na vyrovnaní svých krátkodobých dluhů. Zaměření ukazatelů na blízkou budoucnost z nich činí méně důležité pro akciové investory.

Běžná likvidita

Current ratio vypovídá o platební schopnosti podniku vzhledem k závazkům splatným do jednoho roku. Poměřuje celkovou sumu oběžných aktiv s krátkodobými závazky. Vzhledem k obtížím k "přeměňování" všech oběžných aktiv na hotovostní peníze jsou doporučovány hodnoty alespoň 1,5 - 2.

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Pohotová likvidita

Quick asset ratio - pohotová likvidita oproti běžné likviditě vylučuje z čitatele zásoby, jejichž likvidace je časově nejnáročnější, nebo při prodeji ztrátová. Tím vymezí dostupné prostředky v užším slova smyslu. Jejich doporučený objem by měl odpovídat krátkodobým závazkům, nebo je převyšovat.

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{Oběžná aktiva} - \text{Zásoby}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

Okamžitá likvidita

Cash ratio. Jedná se o hotovostní poměr, tedy krytí krátkodobých závazků peněžními prostředky, které jsou k dispozici téměř okamžitě. Pro tento ukazatel jsou dostačující hodnoty alespoň 0,2, lépe však 0,5.

$$\text{Okamžitá} = \frac{\text{Krátkodobý finanční majetek}}{\text{Krátkodobé závazky}}$$

3.4.3.6 Dividendová politika

Na otázku, nakolik výše dividend vzhledem k zisku společnosti - dividendový výplatní poměr (*dividend payout ratio*) - ovlivní akciové kurzy, není jednoznačná odpověď. V ekonomii můžeme sledovat tři hlavní směry:

- Irelevantnost dividendové politiky

Podle teorie Millera a Modiglianiho (založenou na předpokladech perfektního trhu) dividendový výplatní poměr neovlivní investory ani tedy kurzy, jelikož ti sledují celkový výnos a je jim lhostejné, zda-li jej dosáhnou běžným výnosem z dividend, nebo

kapitálovým výnosem. Ze strany podniku se pak jedná pouze o finanční strategii. Při vyplácení dividend může společnost svůj růst financovat emisemi akcií, v případě nevyplácení dividend je zadržovaný zisk použit na financování chodu podniku. Akcionář tak obdrží dividendy, nebo kapitálový zisk, celkový výnos zůstane stejný. (1)

- Pro-dividendová škola

Prvním argumentem pro-dividendové školy je tvrzení, že investoři požadují jistotu běžného důchodu. Obzvláště nabývá na významu při uvažování transakčních nákladů, které mohou být pro drobné investory kolem 0,5-1% a umazávají tak kapitálové zisky. Drobní investoři by tak měli logicky preferovat vyšší dividendy. V případě institucionálních investorů jsou však poplatky vzhledem k větším objemům poměrně nízké.

Druhý argument vychází z Gordonova modelu, který hodnotu akcie popisuje jako součet diskontovaných finančních toků (dividend). Vyšší dividendy v současnosti a v krátkém období tedy zvyšují hodnotu a kurz akcie. (1)

- Anti-dividendová škola

Tato teorie uvažuje s daněmi a transakčními náklady. Pokud je zdanění dividend vyšší než zdanění kapitálových zisků, budou akcionáři preferovat společnosti s nižším dividendovým výplatním poměrem a jejich kurzy tedy porostou. Transakční náklady způsobí růst dodatečných nákladů na emisi nových akcií pro financování podniku, pokud jsou zisky vypláceny ve formě dividend. Z tohoto důvodu mají dle anti-dividendové teorie vyšší kurzy společnosti s menším dividendovým výplatním poměrem. (1)

3.4.4 Mezipodnikové srovnávání

Objektivní srovnávání různých společností není vůbec jednoduchou záležitostí, vzhledem ke složitosti a komplexnosti podniků a skutečností, které lze vzájemně srovnávat. To co je u jednoho podniku hodnoceno jako dostatečné, nebo přednost, může být u jiného podniku hodnoceno jako negativum. Nicméně standardizace účetních metod i určitá podobnost myšlení ve vedení podniku vedla k selekci kritických faktorů úspěšnosti firmy, kterých lze při komparaci využít. Komparativně-analytické metody

pak umožňují provést přehlednou analýzu se srozumitelným výstupem. Výběrem kvantitativních či kvalitativních ukazatelů dle osobní uváženosti analytika bude však výstup vždy subjektivní záležitostí. Základním modelem pro výše popsané srovnávání je **matice objektů a jejich ukazatelů**.

Postup při vytváření matematicko-statických modelů:(8)

- výběr vhodných podniků vzájemně srovnatelných
- výběr vhodných ukazatelů s přihlédnutím k účelu analýzy
- stanovení vah ukazatelů dle důležitosti příslušného ukazatele
- určení charakteru jednotlivých ukazatelů
 - je-li žádoucí, aby ukazatel rostl, přiřadíme mu charakteristiku "+1"
 - je-li žádoucí, aby ukazatel klesal, přiřadíme mu charakteristiku "-1"
- sestavení výchozí matice:

Objekt	Ukazatel					
	X_1	X_2	...	X_j	...	X_m
1	X_{21}	X_{22}				X_{1m}
2						X_{2m}
....						
i				X_{ij}		
....						
n						X_{nm}
Váhy ukazatelů	p_1	p_2	...	p_j	...	p_m
Charakter ukazatelů	+1	+1	...	-1	...	+1

Tabulka 2 Výchozí matice pro porovnávání firem (8)

Kde: X_{ij} - hodnota j-tého ukazatele v i-té firmě

m - počet ukazatelů

n - počet hodnocených firem

p_j - váha j-tého ukazatele

4 Praktická část

Praktická část si klade za cíl porovnat šest vybraných výrobců na základě vhodně zvolených přístupů. Kompletní fundamentální analýza jedné vybrané společnosti může být velmi obsáhlá dle zvolené hloubky zkoumání a tak vzhledem k rozsahu diplomové práce a počtu sledovaných společností je výběr sledovaných faktorů omezen na ty klíčové, které mají dle autora největší vypovídající schopnost a lze je vzájemně srovnávat.

4.1 Globální analýza

Automobilový průmysl je typickým cyklickým odvětvím, jehož výsledky jsou závislé na kondici ekonomiky. Během let 2008 a zejména 2009 jsme byli svědky finanční krize, která postihla především USA a Evropu a mohli jsme se tak o jejím vlivu na jednotlivé automobilky přesvědčit a také vyvodit důsledky. I když byl negativní dopad velmi silný, zejména na akciové kurzy, ne všechny společnosti byly z provozního hlediska postihnuty stejně.

Jelikož všechny sledované společnosti mají svá sídla v Evropské Unii, používají stejnou měnu a jejich konsolidované součásti jsou rozloženy v mnoha státech Evropy (kromě hlavních sídel), většina globálních faktorů na ně působí shodně a nejsou pro vzájemné srovnání klíčové. Jedná se především o inflaci, pohyb zahraničního kapitálu, kvalitu investičního prostředí, do jisté míry i fiskální politika (s tendencí se sjednocovat na úrovni EU) .

4.1.1 Reálný výstup ekonomiky

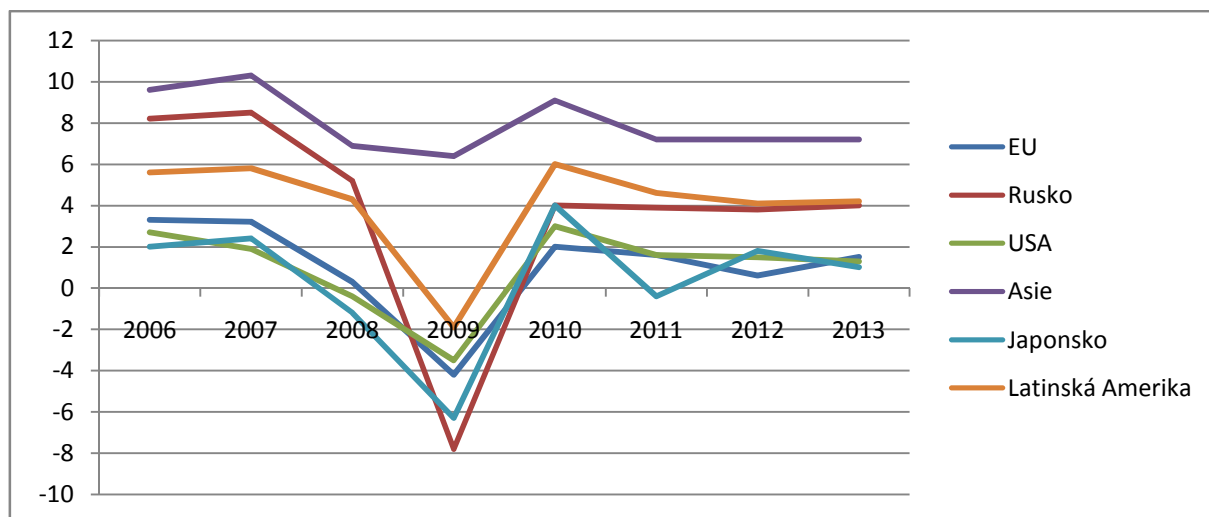
Prodeje aut, zisky automobilek a následně kurzy jejich akcií do jisté míry závisí na výkonnosti ekonomiky, měřeno meziročním růstem HDP. Vlivem vládních stimulů (šrotovné), charakterem ukazatele HDP (omezující výpovědní schopností) a různými nákupními náladami obyvatelstva tento vztah neplatí absolutně. V rozvíjejících se zemích je s rostoucí ekonomikou spojen dvouciferný nárůst prodeje automobilů. S rostoucí životní úrovní se totiž počet automobilů na osobu přibližuje vyspělým západním zemím. Ve vyspělých zemích je v době konjunktury nárůst umírněnější a

prodeje přispívají hlavně k obnově stávajícího vozového parku. Z následujícího srovnání je patrné, že největší prostor k růstu je v Indii a Číně.

EU	Japonsko	USA	J. Korea	Rusko	Brazílie	Čína	Indie
473	457	437	270	235	122	24	8

Tabulka 3 Počet osobních automobilů na 1000 obyvatel. Rok 2009¹

Vývoj HDP v hlavních oblastech:



Obrázek 3 Meziroční změna HDP v %. (10)

Z předchozího grafu dle Evropské komise je patrné, že z růstu jednotlivých ekonomik budou profitovat automobilky se silným zastoupením prodeje v Asii, Rusku, a Latinské Americe. Naopak silně znepokojující je vývoj v EU - od vydání uváděné prognózy se vyhlídky pro EU zhoršily, nejnovější odhady² počítají s nulovým růstem. Kromě dynamiky vývoje je ovšem nutné sledovat také četnost prodeje daného výrobce v dané oblasti.

4.1.2 Fiskální politika

Daňovému zatížení firem nebude v této práci věnována pozornost. Všechny sledované podniky se skládají z desítek (až stovek) dceřiných společností "rozesetých" napříč Evropou, což stírá potencionální výhodu nižší korporátní daně v některém ze států. Navíc skutečně zaplacená daň uvedená ve výkazech zisku a ztrát se od nominální daňové sazby vždy liší vzhledem k různým metodám a dobám odpisování, oceňování

¹ Zdroj ACEA

² leden 2012

zásob, kompenzaci či přenášení ztrát, možnost odpočtu různých druhů nákladů, úlev a slev. Jen pro srovnání uvádím daň z příjmů právnických osob ve státech mateřských holdingových firem této práce a ČR:

Francie	33 $\frac{1}{3}$ %
Itálie	33 %
Německo	25 %
ČR	19 %

Tabulka 4 Míra zdanění ve vybraných státech

Z pohledu soukromého investora žijícího v ČR je na zisky z investic uvalena daň 15%. Osvobozeny od daně jsou zisky z investic držených déle než půl roku. Od 1.1.2015 by měla začít platit novela zákona upravující daň na 19% a prodloužit časový test ze šesti měsíců na tři roky.

4.2 Oborová analýza

Automobilový průmysl je nyní hlavním motorem Evropské unie. V roce 2010 Poskytoval 2,3 milionu přímých pracovních míst a dalších 10 mil. obyvatel EU zaměstnával nepřímo. V 18ti zemích ve 250ti továrnách se vyrobilo 16,9 mil osobních automobilů, což dělá z EU největšího producenta automobilů na světě, s těsným náskokem před Čínou. 26% osobních aut vyrobených v roce 2010 tak pochází z Evropy. Tržby z automobilové výroby činily 743 mld. €. Automobilový průmysl je také hnací silou pro inovace, výzkum a vývoj; registruje se 6300 patentů ročně. (14)

4.2.1 Světový trh

Pro každého výrobce je důležitý domácí trh vzhledem k vysokému podílu prodeje ve vlastní zemi, respektive v Evropské Unii. Domácí poptávka tak silně ovlivňuje hospodářské výsledky. Ze strategického hlediska je však důležitá diverzifikovanost pro odstranění rizika poklesu poptávky v jednotlivých částech světa, proto se aktuální pozornost výrobců upíná především na země s vysokým růstovým potenciálem. V posledních letech se jedná o Brazílii (a celkově Jižní Amerika), Rusko, Indii a Čínu (a celkově Asii). Naopak tradičně velcí spotřebitelé během poslední krize oslabili svou poptávku. Jedná se o Evropskou Unii, USA a Japonsko. Dosavadní slabá přítomnost většiny evropských výrobců a rostoucí poptávka v perspektivních regionech, je nutí

vynakládat nemalé investice na přesunutí výroby do odbytových destinací, nicméně úsilí je vykompenzováno dvojciferným růstem prodeje. V případě, že v zemi působí lokální automobilový výrobce, je snaha evropských automobilek o využívání jejich výrobních kapacit v různých formách spoluprací a nebo joint venture investic.

4.2.1.1 Evropa

V Evropě je již trh automobily nasycen a neočekává se výrazný nárůst poptávky. Prodej aut tak přispívá jen k obnovování stávajícího vozového parku. Největší trhy v roce 2011 jsou (údaje za období leden - listopad 2011, zdroj: Renault) Německo (3,1 mil.), Francie (2,4 mil.) Velká Británie (2,1 mil.) a Itálie (1,8 mil.).

V roce 2010 došlo k poklesu prodeje osobních automobilů o 5,6%³. Nemalý podíl na tom mělo skončení programů šrotového, kterým se evropské ekonomiky v době krize snažily povzbudit poptávku a oživení největšího evropského průmyslu. Evropský trh za období leden - listopad 2011 (zdroj: statistika Renaultu), zatím vykazuje i přes 9,6 %ní nárůst poptávky v Německu celkový pokles o 0,3%; trh byl tažen dolů jižními státy, nejvíce Itálií (-10,4%) a Španělskem (-17,8). Francie se za poslední tři roky jeví jako stabilní trh se zanedbatelnými meziročními změnami.

V případě užitkových vozidel na rozdíl od osobních došlo za rok 2010 k 8,1%nímu⁴ nárůstu; firmy čekaly s investicemi, včetně těch do vozového parku, na pominutí krize. Další vlna recese by tak mohla prodej užitkových vozidel opět snížit. V případě osobních automobilů a recese ale již nelze očekávat pomoc vlád prodejem osobních automobilů a další pokles poptávky by postihnul i tento segment.

4.2.1.2 USA

USA ztratily své prvenství v roce 2009 ve prospěch Číny vlivem propadu prodeje během hospodářské krize. Tento pokles byl málem osudný pro dva ze tří největších amerických výrobců: General Motors a Chrysler. Záchranu našli až u americké vlády. V roce 2010 vzrůstající se ekonomika přinesla oživení poptávky o 11% na 11,59 mil a za 11 měsíců roku 2011 dalších 10,4% na 11,54 mil.

Američané mají v oblibě velká auta, většinu prodeje tvoří pick-upy a SUV. Jedním z důvodů je, že historicky nebyli zatíženi takovou daní na pohonné hmoty jako např.

³ zdroj (14)

⁴ zdroj (14)

Evropa a nemuseli brát ohled na spotřebu. Z této tradice tak těžší místní "trojka" GM, Chrysler a Ford. V luxusním segmentu byl po celých 11 let nejprodávanějším vozem Lexus od Toyota, i přes oblíbenost německých značek. V roce 2011 se podařilo BMW převzít prvenství.

4.2.1.3 BRIC

Brazílie

Brazílie byla v roce 2010 s 3,3 mil. prodanými auty 4. největším trhem na světě. Meziroční změna činila 10,7% a růst za prvních devět měsíců roku 2011 činil 4,3% s celkovým počtem 3,01 mil. prodaných automobilů. Opravdový boom se teprve očekává, jak bude postupně bohatnout střední třída 180-ti milionové populace. Nejprodávanější značkou v zemi je Fiat, těsně následovaný Volkswagenem.

Rusko

Dle odhadů bude v roce 2011 Rusko patřit k nejrychleji rostoucím trhům na světě, s předpokládanými prodeji 2,4 mil. automobilů, čímž by v prodejkách překonalo i Velkou Británii (brzy by mělo předejhnat Francii a v roce 2018 i lídra Evropy Německo⁵). Statistika pro rok 2010 udává 1,9 mil. prodaných automobilů. K tomuto číslu pomohl také akt ruské vlády slevy 1700 USD při prodeji alespoň 10 let starého automobilu a zakoupení nového - ruského původu. Nejpopulárnější značkou v zemi je domácí Lada.⁶

Indie

V Indii mají silnou pozici místní výrobci levných automobilů (Tata, Maruti-Suzuki). Malá (mini cars), velmi jednoduše vyrobená auta by sice nesplnila mnoho evropských požadavků na kvalitu ani bezpečnost, ale v přeplněných indických městech jsou oblíbená (tvoří až 80% prodejků)⁷. Jejich ceny začínají v přepočtu na 2000 €. Do tohoto segmentu se nepouští žádný evropský výrobce. Pro Indii je také typická velká obliba motorek a skútrů, jednostopá vozidla tvoří 76% prodejků vozidel, zatímco osobní a užitkové automobily 20,5%.⁸ V roce 2011 se do listopadu včetně prodalo 2,6 mil. aut.

⁵ Boston Consulting Group

⁶ CNBC.COM

⁷ CNBC.COM

⁸ Society of Indian Automobile Manufacturers

Nárůst oproti roku 2010 byl tak "jen" 7,7%ní, oproti předchozímu meziročnímu růstu 31%.⁹ I přes uvedené obtíže je Indie v hledáčku našich společností.

Čína

Čína je největším světovým trhem automobilů od roku 2009 a také producentem (největším producentem osobních automobilů je stále ještě EU)¹⁰. Čínská vláda svými pobídkami motivovala zahraniční výrobce na joint venture spolupracích s místními firmami (Dong Feng, Geely, Chery), což umožnilo místním automobilkám přístup k technologiím a celkově pomohlo Číně k tomuto růstu.

V roce 2010 růst prodeje pokračoval tempem 32,4% na konečných 18,1 mil. automobilů (z toho 13,8 mil. osobních aut, 4,3 mil. užitkových). Do listopadu (včetně) 2011 byl meziroční nárůst 2,6% na 16,8 mil. Segment osobních automobilů však rostl rychlejším tempem a to o 5,3%.¹¹ Nejprodávanejším vozem je minivan místní značky Wuling ve spolupráci s GM. V segmentu luxusních vozů dominuje Audi, BMW a Mercedes.¹²

4.2.1.4 Japonsko

Japonsko je třetím největším trhem na světě i přes meziroční pokles 17,5%. Za rok 2011 tak prodeje mírně přesáhnou hranici 4 milionů prodaných vozů, oproti loňským 4,9 mil. (+7,5% oproti 2009). V Japonsku mají naprostou převahu domácí producenti jako Toyota, Honda, Nissan, Mazda, a Mitsubishi. Nejpopulárnějším vozem je zde Toyota Prius.

4.2.2 Konkurence

Automobilový trh se formuje již přes jedno století. Za první model, který byl cenově uzpůsoben pro masové rozšíření mezi širší vrstvy obyvatelstva je považován Ford T z roku 1908. Management Henryho Forda tak udal podobu automobilovému průmyslu, jakou ji známe dnes. Během století některé značky zmizely z trhu úplně, spousta jich bylo postupně akvizováno či se vzájemně propojily v nadnárodní koncerny. Konkurence

⁹ statistika Renault

¹⁰ ACEA

¹¹ China Association of Automobile Manufacturers

¹² Autonews.com

v tomto odvětví je nesmírně tvrdá a nutí výrobce hledat co nejefektivnější řešení; jedno z nich jsou i úspory z rozsahu synergií z právě zmiňovaných akvizic.

Z pohledu tržní kapitalizace je největší firmou na automobilovém trhu Toyota se 111 mld. dolarů. Toyota je také největším producentem co do počtu prodaných automobilů. Její automobily se prodávají po celém světě a svou silnou pozici si vydobyla zejména prvotřídní kvalitou. V německých světově uznávaných testech kvality TÜV zejména v dřívějších letech pravidelně obsazovala přední příčky i se svými "obyčejnými" (na rozdíl od např. Subaru, Porsche) automobily. Pro rok 2011 se očekává, že bude sesazena z pomyslného trůnu GM, kvůli potížím ve výrobním řetězci následkem zemětřesení. Tento vliv naopak pomohl některým výrobcům s nízkou závislostí na komponentech z Japonska dočasně zvýšit tržby na úkor japonských značek.

Následující tabulka uvádí počty prodaných automobilů jednotlivých výrobců v roce 2010. Námi sledované automobilky jsou obsaženy v první 15. Pokud bychom však místo počtu prodaných vozů uvažovali dosažené tržby, BMW a Daimler by obsadili vyšší příčky vzhledem k vyšší ceně svých vozidel. Poznámka: uváděné počty se od oficiálních čísel výrobců mohou drobně lišit.

Rank	GROUP	Total	CARS	LCV	HCV	HEAVY BUS
	Total	77,743,862	60,343,756	13,370,432	3,510,681	518,993
1	TOYOTA	8,557,351	7,267,535	1,080,357	204,282	5,177
2	G.M.	8,476,192	6,266,959	2,197,629	1,175	10,429
3	VOLKSWAGEN	7,341,065	7,120,532	220,533		
4	HYUNDAI	5,764,918	5,247,339	393,701		123,878
5	FORD	4,988,031	2,958,507	1,962,734	66,790	
6	NISSAN	3,982,162	3,142,126	768,833	71,203	
7	HONDA	3,643,057	3,592,113	50,944		
8	PSA	3,605,524	3,214,810	390,714		
9	SUZUKI	2,892,945	2,503,436	389,509		
10	RENAULT	2,716,286	2,395,876	320,410		
11	FIAT	2,410,021	1,781,385	499,358	91,037	38,241
12	DAIMLER AG	1,940,465	1,351,372	221,239	306,903	60,951
13	CHRYSLER	1,578,488	340,205	1,231,383	6,900	
14	B.M.W.	1,481,253	1,481,253			
15	MAZDA	1,307,540	1,233,862	73,077	601	
44	PORSCHE	95,529	95,529			

Tabulka 5 Produkce automobilů dle výrobce v roce 2010 (12)

Druhá příčka je obsazena americkým koncernem GM, který postupně "spolknul" spoustu menších tradičních amerických výrobců jako Chevrolet, Buick, Cadillac. V USA a Kanadě má velmi silnou pozici. Třetí v pořadí Volkswagen také pro svůj růst využívá externích zdrojů v podobě akvizic evropských tradičních výrobců. Jeho ambice jsou stát se světovou jedničkou do roku 2018. Hyundai (Hyundai, Kia) je typický příklad asijského tygra. Zpočátku neuznávaná značka nevalné kvality si během posledních let získala oblibu i v Evropě a USA. Její strategie je dokonalé přizpůsobení se chuti místních spotřebitelů. K tomu jí slouží výzkumná centra v místech prodeje i získávání bývalých klíčových zaměstnanců z Evropských automobilek. Volkswagen ji označuje za momentálně svého největšího konkurenta. Pokud vezmeme v úvahu alianci Renault Nissan, obsadila by 4. příčku.

Zajímavý je pomyslný souboj mezi výrobcí **luxusních automobilů**, který svádí tři značky Audi (VW), BMW a Mercedes. Média nejčastěji uvádějí BMW jako nejprodávanější značku, toto tvrzení však při porovnání oficiálních cifer automobilek nemohu potvrdit. Vzhledem k vyšším maržím okolo 8% je tato oblast pro výrobce velmi lákavá. S nárůstem nejbohatší vrstvy obyvatelstva napříč celým světem rostou prodeje i automobilů s cenou nad 100 000 € (např. Ferrari, Lamborghini, Rolls-Royce, Maybach). I přes prodeje v řádech stovek či tisíců je tato oblast pro výrobce lákavá, jelikož je zde dosahováno vysoké rentability a navíc zvyšuje prestiž celého koncernu. Pro přímý konkurenční souboj v tomto segmentu byla například Toyota nucena zavést značku Lexus (populární v USA), obdobně Nissan značku Infinity. Technologický náskok a vynakládané úsilí na neustálé zlepšování kvality by mělo evropským výrobcům pomoci udržet náskok před dospívající konkurencí z Jižní Koreje a Číny.

Naopak **malé automobily** dosahují velmi nízké marže a tak je jejich export citlivý na kurzové výkyvy. (9) Automobilky ve snaze udržet cenovou konkurenceschopnost malých automobilů přesouvají jejich výrobu do levnějších oblastí. Ze stejného důvodu v oblastech s oslabující měnou roste prodej domácích malých automobilů na úkor importovaných, jelikož zahraniční výrobci nemají prostor pro manipulaci s cenou na úkor marže pro zachování cenové konkurenceschopnosti. V posledních letech jejich obliba roste, díky kompaktnosti v houstnoucí městské dopravě i nízké spotřebě a rostoucím cenám pohonných hmot.

4.2.3 Indexy automobilového průmyslu

Hodnocení výkonnosti akciových titulů automobilového průmyslu v Evropě popisují také indexy společností FTSE Group a STOXX Limited. Samotné automobilky pro svůj benchmarking preferují index EURO STOXX® Automobiles & Parts (ISIN EU0009658301). Obsahuje 14 společností (seřazeno dle váhy v indexu): Daimler, BMW, Volkswagen, Michelin, Porsche, Renault, Continental, Nokian Ren Kaat, Fiat, Valeo, Peugeot, Rheinmetall, Pirelli & C., Faurecia. (11)

4.3 Podniková analýza

Každá společnost je představena krátkou charakteristikou obchodních činností a obchodních značek které ji náleží. Dále je znázorněna strukturou akcionářů, respektive hlasovacích práv, pro představu o vlivu v podniku, jednotnosti vedení, nebo jestli je možné nepřátelské převzetí. Uvedená data informativního charakteru (počet zaměstnanců, tržní kapitalizace) se vztahují k poslednímu dni sledovaného období, tedy 30.9.2011, pokud není uvedeno jinak.

Vývoj kurzu akcií je graficky znázorněn jako procentuální změna s výchozím dnem 1.1.2009 (hodnota 0%) až do konce roku 2011. Pro srovnání je vždy konfrontován s vývojem indexu EURO STOXX Automobiles & Parts. K zobrazení akciových kurzů byl použit online nástroj společnosti Tradesignal GmbH.

Všechny uvedené hodnoty finančních ukazatelů jsou vlastní výpočty. Výjimku tvoří EPS, který podniky uvádějí ve svých zprávách a vzhledem k měnícímu se počtu akcií, je jistější použít publikovaný údaj. Některé podniky samozřejmě uvádějí i ukazatele, které jsou obsaženy v této práci; posloužily pouze informativně, jelikož pro konzistentnost jsou všechny ukazatele počítány stejnou metodou, popsanou v teoretické části práce. Práce se vědomě nezabývá ukazateli **likvidity** z následujícího důvodu: Všechny sledované podniky mají samostatnou finanční divizi nebo banku, přes kterou je zajišťován platební styk. Udržování přiměřených hodnot likvidity by měl být jeden z cílů takového útvaru. Navíc se jedná o přední evropské společnosti, pro které není problém si prostředky obstarat na trhu, nebo budou váženými klienty bank, kde si mohou potřebnou likviditu obstarat. V případě existenciálních potíží je totiž pravděpodobné, že by se za podnik zaručil, nebo jinak vypomohl stát, jako se již během

krize stalo např. u PSA. Hodnocení úvěrové způsobilosti také do jisté míry supluje rating ratingových agentur.

Ukazatele **tržní hodnoty** jsou zpětně zpracovány pouze do roku 2010, jelikož historický vývoj na trhu má jen omezený vliv na budoucnost. Ukazatele rentability a zadluženosti pak postihují i rok 2009 pro lepší znázornění trendu, ale vesměs mají výsledky za rok 2009 jen informativní charakter o tom, jak se automobilka vypořádala s krizí.

Pro výpočet ukazatelů **rentability** jsou při dostupnosti kvartálních výsledků tokové veličiny počítány součtem čtyř posledních období, pro eliminaci možných výkyvů.

4.3.1 Shodné znaky společností

U Evropských automobilek můžeme najít některé shodné znaky, které je vhodné uvést předem. Především se jedná o akciový vývoj:

V druhé polovině roku 2007 začaly vlivem očekávání recese kurzy klesat až k dlouholetému minimu. K obrácení trendu došlo až začátkem roku 2009, od kdy kurzy automobilek stabilně posilovaly až do srpna roku 2011, kdy se propadl celý Evropský akciový trh. Na růst kurzů mělo vliv oživení poptávky po automobilech v letech 2010 a pokračování trendu i v roce 2011. Automobilky už teď avizují, že se bude jednat o jejich nejúspěšnější rok v historii co do počtu prodaných automobilů i velikostí tržeb. Od zmíněného posledního propadu spojeného s dluhovou krizí v Evropě je patrná značná volatilita kurzů a neurčitost budoucího vývoje. Denní změny kurzů dosahují ne zřídka kdy i 5% (růst i pokles), tak jak investoři reagují na nejnovější zprávy z politického a makroekonomického vývoje.¹³ Následující graf porovnává tempo vývoje evropského automobilového průmyslu, 50ti největších evropských společností zahrnutých v indexu DJ Euro STOXX 50 a vývoj v USA reprezentovaný indexem S&P 500.

¹³ Dle zdroje (6) je vysoká volatilita znamením dnešní doby.



Obrázek 4 Srovnání procentuální výkonnosti indexů

Z grafu je patrné že trh s cennými papíry automobilového průmyslu má při dobrých makroekonomických zprávách tendenci rychleji růst. Při korekcích trhu pak rychle ztrácí připsané zisky.

Dalším společným rysem evropských automobilek je přesměrovávání výroby a také vývoje do místa nových odbytišť. Jelikož se jedná především o rozvíjející se země, jsou za touto snahou, kromě úspor za logistiku, také patrné úspory ve výrobních nákladech a vyhnutí se placení cla za dovoz. Co však brání pružné restrukturalizaci dle vůle managementu, je nátlak odborů a společenská odpovědnost - v Evropě si automobilka nemůže dovolit zrušit několik tisíc pracovních míst najednou kvůli finančnímu prospěchu. Dle výročních zpráv jednotlivých společností, bývají všeobecně plány na zrušení výroby vyjednávány, či oznamovány dlouhou dobu předem. Otevírání vývojových center v cílových destinacích je pak nutností na přizpůsobení produktů místnímu vkusu.

4.3.2 BMW AG

BMW Group

Munich, Germany

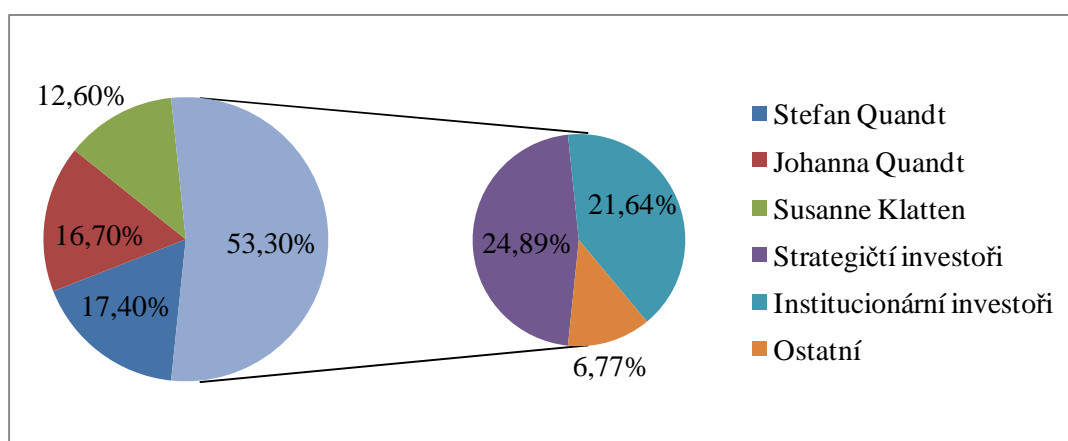
Web: <http://www.bmwgroup.com>

Tržní kapitalizace: 32,74 mld. €

Počet zaměstnanců: 100 389

Bayerische Motoren Werke AG je německá firma vyrábějící automobily, motocykly a motory. Její historie sahá až do roku 1916, firma původně vyrábějící letecké motory, doznala největšího rozmachu v 70. letech. Dnes je známá výrobou luxusních automobilů značek BMW a Rolls Royce, úspěšným oživením značky Mini a cestovními motocykly BMW. BMW také poskytuje svým zákazníkům finanční služby. Automobily BMW se vyznačují kromě luxusu i sportovním potenciálem, což posiluje vnímání jedinečnosti této značky u zákazníků. BMW se může pochlubit velkou věrností svých zákazníků (těch co si opakovaně pořídí stejnou značku).

Struktura hlasovacích práv:



Obrázek 5 Struktura hlasovacích práv BMW

Ze struktury hlasovacích práv můžeme vyčíst, že BMW je stále téměř z poloviny rodinnou firmou, zbylých 53% je označováno jako free float, z něhož ale 25% drží strategičtí investoři - většina hlasovacích práv je tedy v pevných rukou. V oběhu na německých burzách jsou jak kmenové, tak prioritní akcie.

Kmenové akcie:

ISIN: DE 0005190003
počet: 601,995,196

Výkon 2011: -12,05%

Součástí indexu:

DAX (3,3%)
EURO STOXX 50

Preferenční akcie:
 ISIN: DE 0005190037
 počet: 53,163,412

Preferenční akcie mají pevně
 stanovenou vyšší výplatu dividend
 oproti kmenovým akciím o 0,02€.

Burzy: Xetra, Frankfurt,
 Mnichov,

4.3.2.1 Analýza zisku a tržeb

Automobilka se jako jedna z mála nedostala během krizových let do ztráty. Za poslední dva roky dosahuje velmi dobrých výsledků, rok 2011 očekává jako rekordní.

(mil. EUR)	2011			2010				2009
	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	
Tržby	50 472	33 925	16 037	60 477	43 731	27 791	12 443	50 681
EBIT	6 474	4 758	1 902	5 094	3 358	2 166	449	289
EAT	4 103	3 021	1 212	3 234	2 032	1 158	324	210

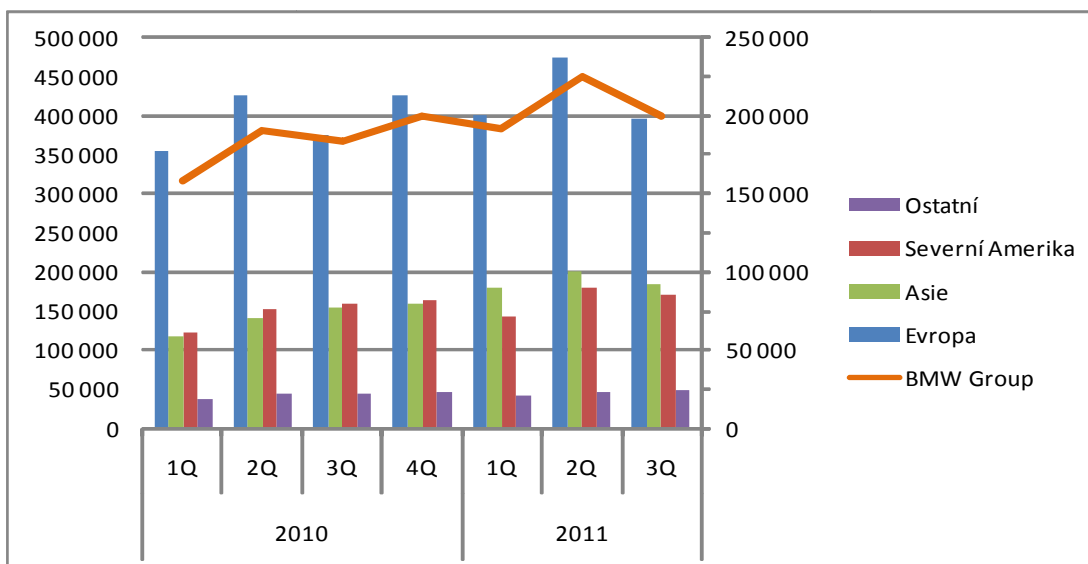
Obrázek 6 BMW - Tržby, EBIT, EAT

Automobilka ve čtvrtletních zprávách svou zeměpisnou angažovanost uvádí v počtech prodaných automobilů v jednotlivých regionech. V období leden-září 2011 prodeje v Evropě tvořily 51,6% , přičemž Německo se podílí 17% na celku. Druhým největším trhem je Asie s podílem 23%, která také vykazuje největší dynamiku růstu. Největší zákazník v Asii je Čína, která se tak podílí téměř 15% na celkových tržbách. Čína také stojí za silným nárůstem prodejů Rolls-Royce. Silnou pozici má BMW v Severní Americe, a to hlavně v USA - 20% prodaných aut skončilo právě zde. Ve třetím kvartálu tohoto roku došlo po vydařeném pololetí k poklesu na všech trzích, ale i tak bude rok 2011 nejlepším v historii BMW.

Celkové počty prodaných vozidel dle značky uvádí následující tabulka. Po srovnání se třemi čtvrtletími v roce 2010 je nárůst v roce 2011 16%ní. Více než 100%ní prodeje Rolls-Royce v roce 2010 mají na svědomí hlavně zákazníci z Číny.

	2011-3Q	2010	2009
BMW	1,021,927	1,224,280	1,068,770
MINI	208,216	234,175	216,538
Rolls-Royce	2,441	2711	1002
BMW Group	1,232,584	1,461,166	1,286,310

Tabulka 6 BMW - značky



Obrázek 7 BMW - tržby

Marži jednotlivých značek, ani jejich podíl na tržbách nebo EBITu automobilka neuvádí. Příjem z motocyklů tvořil pouze 2,3% tržeb v roce 2011 a tak je tato činnost pro tuto analýzu okrajovou záležitostí a nemá na kurz akcií vliv.

4.3.2.2 Ukazatele tržní hodnoty



Obrázek 8 BMW - kurz akcie

Na základě zlepšujících se výsledků společnosti roste i zisk připadající na jednu akcii. Po celé sledované období se počet kmenových akcií pro výpočet EPS neměnil. Účetní hodnota společnosti se zvyšuje úměrně s nárůstem zadrženého zisku. Po prudkém poklesu kurzů v srpnu 2011 poklesly i parametry závislé na ceně akcií a to P/E a hodnota přidaná trhem, která však zůstala kladná (na rozdíl od ostatních společností).

		2011			2010
		Q3	Q2	Q1	Q4
Cena akcie na konci období (€)		49.97	68.81	58.75	58.85
Tržní kapitalizace (mld. €)		32.74	45.08	38.49	38.56
	EPS	8.05	7.74	6.26	4.91
	P/E	6.2	8.9	9.4	12.0
	BV	39.63	39.16	37.70	35.22
	P/B	1.26	1.76	1.56	1.67
	MVA	10.34	29.65	21.05	23.63

Tabulka 7 BMW - ukazatele tržní hodnoty

4.3.2.3 Ukazatele Rentability

Rok 2009 byl ještě ve znamení krize, což představovalo pokles tržeb druhým rokem v řadě a zisk před zdaněním pouhých 400 mil. € (oproti 4,1 mld. € v roce 2006). Od roku 2010 oživení poptávky a úsporná opatření provedená v minulém roce vedly k návratu k zisku v hodnotě 4,8 mld. € a vylepšení všech poměrových ukazatelů. Vzhledem k charakteru nabízených produktů automobilka dosahuje vysokých hodnot v rentabilitě tržeb.

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1		
	ROE	20.3%	19.8%	16.6%	13.9%	1.0%
	ROS	12.2%	11.3%	9.6%	8.0%	0.6%
	PMOS	7.9%	7.7%	6.4%	5.3%	0.4%
	ROA	7.0%	7.1%	6.1%	4.7%	0.3%

Tabulka 8 BMW - ukazatele rentability

4.3.2.4 Ukazatele zadluženosti

Poměr cizích zdrojů a vlastního kapitálu se po sledované období příliš nemění. Podnik má vysoké využití finanční páky, což se kladně projevuje na rentabilitě vlastního kapitálu. Zisk i generovaný cash-flow dostatečně pokrývají placené úroky z cizího kapitálu.

	2011			2010	2009
	Q3	Q2	Q1		
Debt ratio (CZ/AKT)	78%	76%	77%	79%	80%
Equity ratio (VK/AKT)	22%	24%	23%	21%	20%
Finanční páka	3.5	3.2	3.3	3.7	4.1
Úrokové krytí z CF	21.2	20.4	19.9	14.1	10.1
Úrokové krytí	10.1	13.1	11.0	6.3	1.4

Tabulka 9 BMW - ukazatele zadluženosti

Kromě necelých 6 mld. € závazků z obchodního styku a odložené daně v hodnotě 4,1 mld. € a drobných položek jako jsou penze (dle IFRS) a ostatní položky, jsou závazky tvořeny finančními závazky. Ve struktuře finančních závazků, krátkodobých i dlouhodobých, ke dni 30.9.2011, můžeme zjistit následující údaje: Ke dlouhodobému financování společnost využívá především dluhopisy a to v aktuální výši 28,308 mld. €. Jejich úroková míra se pohybuje v rozmezí 3 - 8%, vydány jsou převážně v Evropě a Severní Americe. Ratingové hodnocení společnosti S&P je A-, hodnocení Moody's A2. 8,525 mld. € tvoří závazky k bankám, 11,033 mld. € vklady zákazníků v bance BMW. V hodnotě 7,8 mld. € najdeme položku Asset backed financing transactions, což znamená prodej portfolia pohledávek, převážně leasingových plateb retailových zákazníků a dealerů značky, investičním trustům, které na podkladu těchto budoucích příjmů vydají cenný papír. "Ostatní cenné papíry" tvoří závazky v hodnotě 5,587 mld.€ a další finanční závazky jsou již minoritní položky.

4.3.3 Daimler AG

Daimler AG

Stuttgart, Germany

Web: <http://www.daimler.com>

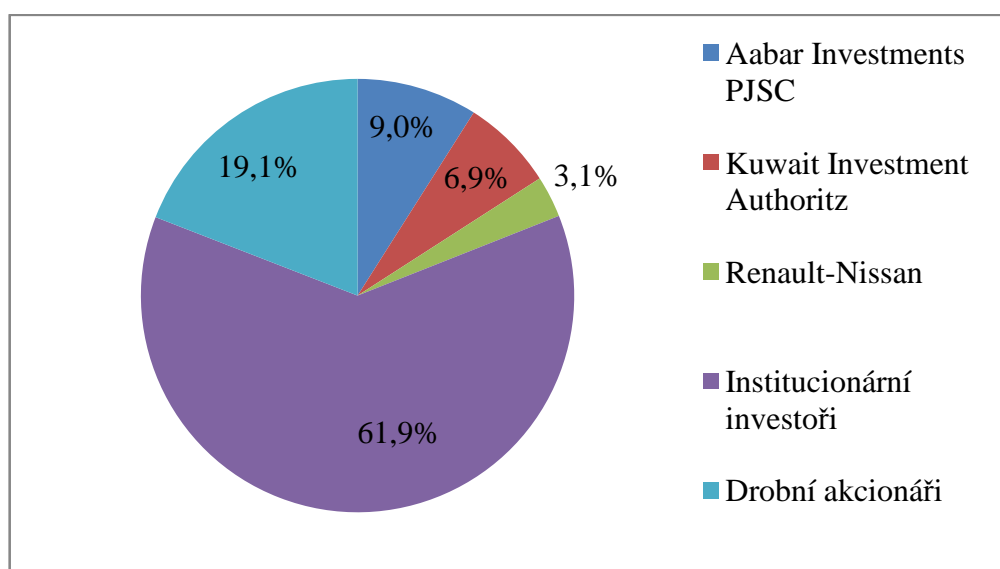
Tržní kapitalizace: 35,86 mld. €

Počet zaměstnanců: 269 887

Daimler je přední evropskou firmou se 125ti letou tradicí výroby automobilů. Jeho divize jsou Mercedes-Benz Cars (Mercedes-Benz, Smart, Maybach), Daimler Trucks, Mercedes-Benz Vans, Daimler Buses a Daimler Financial Services. Daimler se zaměřuje na prémiové vozy nejvyšší kvality, které většinou udávají směr v automobilismu. Aktivní je také ve vývoji moderních technologií, včetně tzv. zelených. Dle žebříčku Interbrand je Mercedes 12. nejceněnější značka na světě s hodnotou 27,5 mld. USD, těsně za Toyotou (11.příčka, 27,64 mld. USD).

Daimler jako spoluzakladatel vlastní 22,36%ní podíl v EADS, jenž vyrábí vojenskou techniku, vesmírnou techniku a komerční letouny Airbus. V dubnu 2010 zahájil majetkovým propojením strategickou spolupráci s aliancí Renault-Nissan. Za 3,1%ní podíl v Renaultu a stejný podíl v Nissanu zaplatil Daimler svým 3,1%ním podílem (94 mil. €) a dalších 90 mil. € v hotovosti. Drobný podíl také drží v Kamazu a Tesla motors.

Struktura hlasovacích práv:



Obrázek 9 Daimler - struktura hlasovacích práv

V USA firma v roce 2010 stáhla své akcie z NYSE a nahradila je programem ADR.

Kmenové akcie:		Součástí indexu:	
ISIN:	DE 0007100000	DAX (5,8%)	
počet:	1 065 641 907	EURO STOXX 50	
Výkon 2011:	-34,4%	Burzy:	Xetra, Frankfurt, Stuttgart

4.3.3.1 Analýza zisku a tržeb

(mil. EUR)	2011			2010				2009
	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	
Tržby	77 474	51 067	24 729	97 761	71 365	46 294	21 187	78 924
EBIT	6 580	4 612	2 031	7 274	6 580	3 294	1 190	-1 513
EAT	4 244	2 884	1 180	4 674	3 534	1 924	612	-2 644

Tabulka 10 Daimler - tržby, EBIT, EAT

Následující tabulka ukazuje podíl jednotlivých divizí na dosažených tržbách ve třetím kvartálu a jejich příspěvek k zisku před zdaněním a úroky (pozn. jejich součet neodpovídá vykázanému EBITu). Kromě osobních automobilů, jejichž výroba je stěžejní, přispívá začnou částí k zisku i výroba nákladních vozidel.

1.6.2011 - 30.9. 2011	tržby	EBIT	marže ¹⁴
Mercedes-Benz Cars	13 826	1 108	8%
Daimler Trucks	7 619	555	7,3%
Mercedes-Benz Vans	2 222	200	9%
Daimler Buses	1 041	25	2,4%
Daimler Financial Services	3 006	337	
Reconciliation¹⁵	-1 307		
Daimler Group	26 407		

Tabulka 11 Daimler - divize

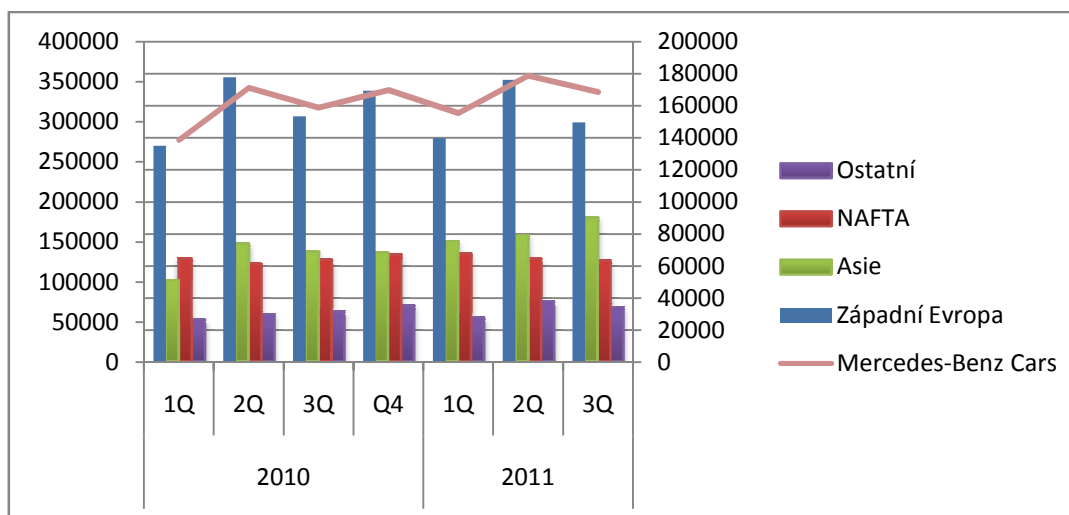
Dle výroční zprávy je marže na osobních automobilech v tomto období výjimečně nižší kvůli mimořádným nákladům.

Při analýze trhů divize osobních automobilů je patrná poměrně nízká závislost na Evropě. Souhrnně za tři kvartály roku 2011 dosahovala 46%, nicméně dle trendu se

¹⁴ pouze za 3.kvartál

¹⁵ harmonizace

tento podíl neustále snižuje. Samotné Německo se podílí na tržbách 21 procenty. Průměrné tempo růstu tržeb v Číně za posledních 8 kvartálů dosahuje 16,3% i díky tomu prodeje v Asii tvořily za 3 kvartály roku 2011 24%. Stabilní jsou prodeje v zemích NAFTA¹⁶ (převážně USA), které tvoří 19,4% prodejů. 10% prodejů spadá dle automobilky pod označení Ostatní.



Obrázek 10 Daimler - tržby

Divize Daimler Trucks, která přispívá nezanedbatelnou čtvrtinou k zisku má téměř rovnoměrné rozložení tržeb po celém světě. Tohoto rozložení je dosaženo vlastnictvím 6ti značek, tedy vesměs akvizicemi původních výrobců. Největší podíl tvoří Asie se 34,5 procenty, dále země NAFTA s 21%, západní Evropa a Latinská Amerika po 16%, zbylé destinace tvoří 13%. Na všech trzích zaznamenal Daimler nárůst prodejů, nejvíce v USA a Latinské Americe. Naopak prodeje stagnovaly v Japonsku a Německu.

4.3.3.2 Ukazatele tržní hodnoty

Akcie Daimleru poměrně věrně kopírují benchmark index, zčásti také proto, že v něm má Daimler největší váhu. Beta koeficient má hodnotu 1,15, což je nejbližší hodnotě 1 ze zkoumaných automobilek. Srpnový propad téměř umazal kapitálový zisk za poslední dva a půl roky, čímž téměř vrátil hodnotu akcií Daimleru na stav na konci krize.

¹⁶ Kanada, USA, Mexiko



Obrázek 11 Daimler - kurz akcie

Tento pokles také způsobil pokles MVA do záporných čísel a analogicky poměr tržní hodnoty ku účetní hodnotě byl menší než 1.

		2011			2010
		Q3	Q2	Q1	Q4
	P (€)	33.63	51.90	49.85	50.73
	Tržní kapitalizace (€)	35.86	55.32	53.12	54.05
	EPS	4.70	4.93	4.60	4.26
	P/E	7.2	10.5	10.8	11.9
	BV	37.42	36.31	36.14	35.62
	P/B	0.90	1.43	1.38	1.42
	MVA	-3.79	15.59	13.71	15.11

Tabulka 12 Daimler - ukazatele tržní hodnoty

4.3.3.3 Ukazatele rentability

Rok 2009 byl pro Daimler silně ztrátový. Rozdíl PMOS od ROS byl ještě umocněn zaplacenými nákladovými úroky převyšující finanční příjmy a také daní. Od obnovení poptávky se podnik rychle dostal do příznivých hodnot. Daimler zveřejňuje své výsledky čtvrtletně a tak jsou hodnoty opět počítány součtem čtyř období.

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1		
	ROE	13.1%	14.2%	13.2%	12.4%	-8.7%
	ROS	7.0%	7.1%	7.2%	6.6%	-1.9%
	PMOS	5.2%	5.5%	5.2%	4.8%	-3.4%
	ROA	5.1%	5.3%	5.5%	4.7%	-1.2%

Tabulka 13 Daimler - ukazatele rentability

4.3.3.4 Ukazatele zadluženosti

Poměr vlastního a cizího kapitálu Daimleru je stabilní od konce roku 2010, kdy došlo k navýšení kapitálu zadrženým ziskem tohoto roku.

Ukazatel úrokového krytí z cash-flow pro rok 2011 je pod optimální hranicí vlivem nízkého (v 1.kvartálu dokonce záporného) provozního cash-flow. Pokles provozního cash-flow způsobil blíže nespecifikovaný tok peněz uveden jako "Ostatní finanční aktiva a závazky". Hodnoty úrokového krytí ziskem jsou po ztrátovém roku 2009 dostatečné.

	2011			2010	2009
	Q3	Q2	Q1		
Debt ratio (CZ/AKT)	72%	72%	71%	72%	75%
Equity ratio (VK/AKT)	28%	28%	29%	28%	25%
Finanční páka	2,6	2,5	2,5	2,6	3,0
Úrokové krytí z CF	0,5	0,5	-1,5	5,8	5,7
Úrokové krytí	8,5	9,9	6,3	5,9	-0,2

Tabulka 14 Dailmer - ukazatele zadluženosti

Zadluženost je tvořena převážně finančními závazky (krátkodobé i dlouhodobé) v hodnotě 53,682 mld. €. Největší podíl mají vlastní emitované dluhopisy 26,123 mld. €, dále 14,328 mld. € závazky finančním institucím a 10,876 mld. € tvdí vklady ve finanční divizi Daimleru. Téměř 10 mld. € tvdí závazky z obchodního styku. Zbytek cizího kapitálu tvoří již relativně drobnější položky jako zálohy na penze, provize, odložená daň a ostatní závazky.

4.3.4 Fiat S.p.A.

Fiat Group S.p.A.

Turin, Italy

Web: <http://www.fiatgroup.com>

Tržní kapitalizace: 4,7 mld. €

Počet zaměstnanců: 195 679¹⁷

Fiat S.p.A. vznikl rozdělením skupiny Fiat Group na automobilovou část Fiat S.p.A. a průmyslovou část Fiat Industrial S.p.A. (Iveco, část Fiat Powertrain Technologies a CNH). Rozdělení akcií proběhlo dne 1.1.2011 v poměru 1 akcie Fiat Group za 1 akcii Fiat + 1 akcii Fiat Industrial. (15)

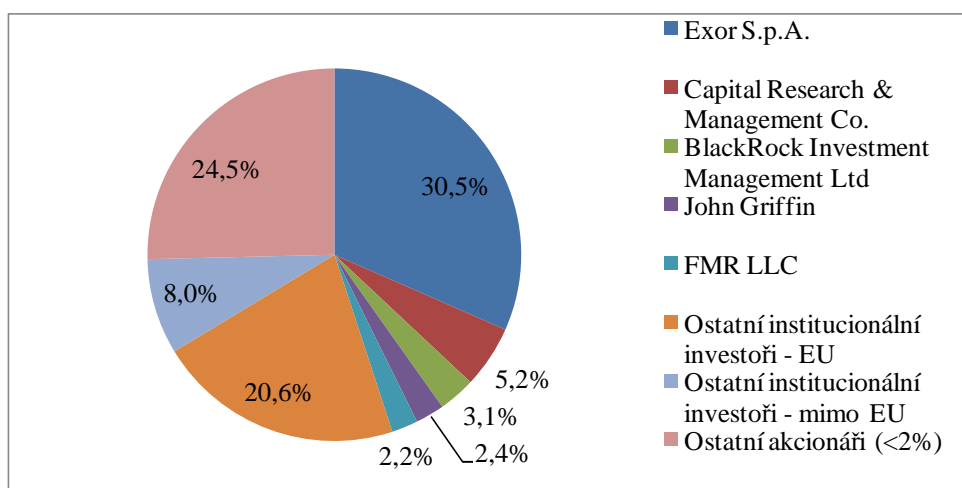
Skupina Fiat obsahuje podniky Fiat Group Auto (Fiat, Lancia, Alfa-Romeo, Abarth), Ferrari (podíl 90%), Maserati, dále výrobce komponentů Fiat Powertrain, Magneti Marelli, Teksid a Comau. V roce 2009 koupil Fiat 20%ní podíl v americkém Chrysleru, který navýšil na nynějších 58,4%¹⁸. Do svého portfolia tak zahrnuje také značky Chrysler, Jeep, Dodge, Ram a Mopar. Od spojení si společnosti slibují výměnu technologií: Fiat má poskytovat technologii a platformy na menší, úspornější vozidla, oblast kde nemá Chrysler know-how. Naopak z Chrysleru přijde pomoc v oblasti větších trucků, terénních vozidel a stále oblíbenějších SUV. Vzájemné budou přínosy v pronikání na zahraniční trhy, zejména Fiatu na americký a Chrysleru na evropský. Vedení celého uskupení Fiat-Chrysler je pod taktovkou italského managementu. V nejbližších letech bude Chrysler usilovat o provedení IPO na americké burze. Chrysler je v účetnictví Fiatu konsolidován od 1.6.2011.

Pro úplnost je třeba dodat, že o podobnou spolupráci s Chryslerem se pokusil již Daimler. V roce 1998 byl Chrysler Corp. převzat společností Daimler-Benz (v té době obě silně ziskový) za cenu 38 mld. USD a vznikla tak pátá největší automobilka na světě (měřeno počtem vyrobených aut). V roce 2007 Daimler prodal 80,1%ní podíl v Chrysleru investičnímu fondu Cerberus za 7,4 mld. USD. Důvodem prodeje byla ztrátovost Chrysleru a obtíže při sladování řízení obou společností. (1)

¹⁷ z toho 55,067 Chrysler

¹⁸ 5.1.2012

Struktura hlasovacích práv:



Největším akcionářem je investiční skupina Exor, patřící rodině Agnelli - zakladatelům původního Fiatu. V současnosti se obchoduje se 3mi druhy akcií a v USA v programu ADR na OTC trzích.

Kmenové akcie:		Součástí indexu:	FTSE MIB
ISIN:	IT 0001976403		
počet:	1 092 680 610		
Výkon 2011	-49,5%		
Prioritní akcie:		Burzy:	Borsa Italiana, Paříž, Frankfurt
ISIN:	IT 0001976411		
počet:	103 292 310		
Saving shares ¹⁹ :			
ISIN:	IT 0001976429		
počet:	79 912 800		

4.3.4.1 Analýza zisku a tržeb

V tabulce můžeme vidět skokový nárůst tržeb v pololetí roku 2011 zahrnutím Chrysleru do uzávěrky. Tržby se tak zvýšily o 43%. (ze 9,210 mil. na 13,152 mil.). Dále je třeba upozornit na výjimečný zisk v hodnotě 1 mld. € vzniklý z výnosu z úpravy tržního ocenění (2 mld. €) podílu v Chrysleru, naproti tomu vznikla neobvyklá ztráta (1 mld. €).

¹⁹ Speciální druh akcií dle italského práva.

(mil. EUR)	2011			2010				2009
	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	
Tržby	39 915	22 363	9 210	35 880	26 428	17 984	8 603	32 684
EBIT	2 628	1 834	251	992	768	514	232	378
EAT	1 386	1 274	37	600	282	92	-21	- 848

Tabulka 15 Fiat - zisk, EBIT, EAT

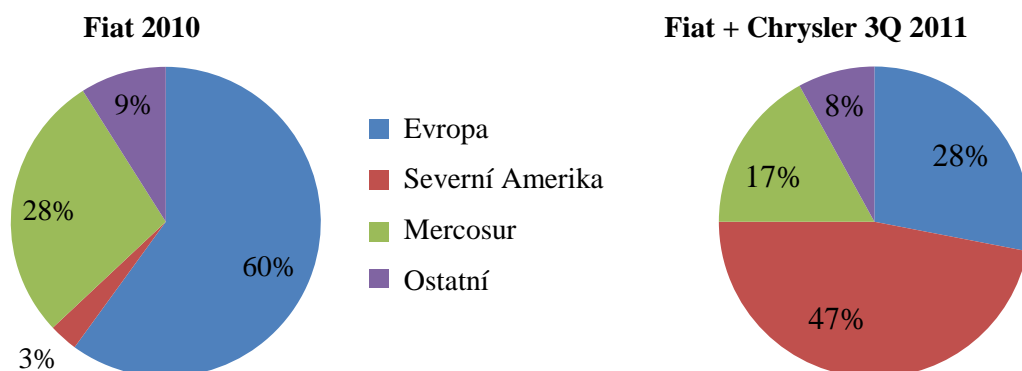
Provozní zisk za tři kvartály 2011 je tvořen převážně automobilovou částí Fiatu a to 1,389 mld. €. Podniky vyrábějící komponenty přispívají částkou 259 mil. € a nejsou pro hodnocení akcií klíčové. Výkony automobilových částí jsou následující:

	Tržby	Provozní zisk	Marže
Fiat Group Automobiles	21 085	445	2,1%
Chrysler	12 609	706	5,6%
Ferrari	1 605	212	13,2%
Maserati	445	26	5,8%
Eliminations	-761		
Celkem	34983	1389	4,0%

Tabulka 16 Fiat - divize

Z tabulky je patrné že Fiat si spojením s Chylerem polepšil a to jak absolutním příspěvkem k zisku, tak i vylepšením marže. Ferrari je právem považováno za klenot Fiatu, díky dosahované vysoké marži přispívá nezanedbatelnou částí k celkovému zisku.

Pro Fiat byly před spojením s Chylerem významné pouze dva trhy, a to Evropa a Jižní Amerika. V domovské Itálii je lídrem trhu s podílem 30%, taktéž v Brazílii je lídrem trhu s podílem 22,6%. Po zahrnutí výsledků Chyleru pod Fiat se geografická diverzifikace značně rozšířila o Severní Ameriku, kde má Chyler silnou pozici v USA i v Kanadě. Za 3 kvartály roku 2011 zde prodal 1,468 mil. vozidel, což je nejlepší výsledek od roku 2007. Nárůst činil 26%, čímž předčil i růst odvětví. I přes optimistické letošní údaje je třeba mít na paměti, že se (zatím) stále jedná o dva výrobce, z nichž jeden těží pouze z obnovení poptávky v USA, kde mu během krizových let hrozil bankrot a v případě nepříznivého vývoje lze opět předpokládat vážné problémy. V případě Fiatu se jedná převážně o evropský trh, jehož vývoj v nejbližších letech je nejistý. Následující graf ilustruje geografické rozložení tržeb před a po sloučení:



Obrázek 12 Fiat + Chrysler

4.3.4.2 Ukazatele tržní hodnoty

Kurz akcie nejvíce rostl před plánovaným rozdělením na automobilovou a industriální část. První obchodní den samostatného subjektu Fiat S.p.A. 3.1.2011 byla otevírací cena 7,025 €, předcházející závěrečný kurz ještě nerozděleného Fiat Group 15,43. Použitý graf z Tradesignalonline má hodnoty před rozdělením zpětně přepočítané, čili bez patrného efektu rozdělení.



Obrázek 13 Fiat - kurz akcie

Kurz za konec období Q4 2010 pro výpočet EPS není posledním dnem roku 2010, ale pro lepší vypovídací schopnost byl převzat až z následujícího obchodního dne. Hodnoty nemají vlivem rozdělení podniku a rozdělení položek ve výkazech na pokračující činnosti (*continuing operations*) a činnosti, které jej v příštím období nedoprovázejí (*discontinued operations*) dobrý vypovídací charakter.

		2011			2010
		Q3	Q2	Q1	Q4
	P kmen.	4,09	7,57	6,39	7,03
	P pref.	2,28	5,45	4,89	5,04
	Tržní kapitalizace	4,70	8,83	7,49	8,20
	EPS	1,3	1,5	0,4	0,4
	P/E	3,2	5,1	14,7	17,0
	BV	7,45	7,12	6,08	9,72
	P/B	0,55	1,06	1,05	0,72
	MVA	-3,36	0,45	0,31	-2,69

Obrázek 14 Fiat - ukazatele tržní hodnoty

4.3.4.3 Ukazatele rentability

Fiat dosahuje vysoké rentability vlastního kapitálu díky agresivnímu financování. Při analýze je třeba opatrnosti, jelikož došlo v přelomu roku 2010 2011 k rozdělení Fiatu na dvě jednotky a následně v pololetí 2011 k zahrnutí Chrysleru do konsolidovaných výkazů. Uvedené ukazatele tak mají omezenou vypovídací schopnost, zejména co se časového vývoje týče. Tento fakt je při závěrečném hodnocení zohledněn. Nárůst hodnot ve třetím kvartálu je způsoben výše zmíněnými výjimečnými výnosy. Při srovnávání v závěru práce jsou tyto hodnoty upraveny.

Ztráta akcionářů v roce 2009 při kladném provozním výsledku hospodaření byla způsobena operacemi pro připravované rozdělení Fiatu.

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1		
	ROE	18,4%	20,4%	7,6%	4,5%	-8,1%
	ROS	5,8%	5,7%	2,8%	2,8%	1,2%
	PMOS	3,5%	4,4%	1,8%	2,0%	0,3%
	ROA	3,6%	2,9%	2,3%	1,4%	0,6%

Tabulka 17 Fiat - ukazatele rentability

Pro dosažení do srovnávací matice byly zisky upraveny o mimořádné výnosy v hodnotě 1 mld. € a poměrové ukazatele tak vykazují následující hodnoty:

Fiat	3Q 2011
ROE	6,7%%
ROS	3,6%
PMOS	1,2%
ROA	2,2%

Tabulka 18 Fiat - ukazatele rentability (modifikace)

4.3.4.4 Ukazatele zadluženosti

Fiat má nejvyšší podíl cizích zdrojů na celkových pasivech ze všech sledovaných společností. Značnou část však tvoří penze a pohledávky, což je nezpлатněný kapitál. I tak platí Fiat hodně na úrocích a jeho hodnoty úrokového krytí jsou naopak nejnižší ze všech společností. Také má ze všech nejnižší rating (kromě vysoké zadluženosti nelze opomenout vliv ratingu Itálie). Po začlenění Chrysleru do konsolidované uzávěrky se podíl cizích zdrojů ještě navýšil.

	2011			2010	2009
	Q3	Q2	Q1		
Debt ratio (CZ/AKT)	85%	85%	82%	83%	83%
Equity ratio (VK/AKT)	15%	15%	18%	17%	17%
Finanční páka	5,7	5,6	4,6	4,9	5,0
Úrokové krytí z CF	2,2	4,2	1,6	5,8	3,2
Úrokové krytí	2,6	3,5	1,6	1,7	1,1

Tabulka 19 Fiat - ukazatele zadluženosti

Většinu cizích zdrojů obstarává na finančním trhu vydáváním dluhopisů. Ke 30.9.2011 činila hodnota vydaných dluhopisů (bez Chrysleru) 10,2 mld. €, rozloženou dobou dospělosti až do roku 2018. Pro své financování využívá také revolvingový bankovní úvěr ve výši 4,6 mld. Dluhové nástroje ze strany Chrysleru činí 10 mld. €. Dle managementu Chrysleru²⁰

²⁰ Interim Report 3Q 2011

4.3.5 PSA SA

PSA Peugeot Citroen

Paris, France

Web: <http://www.psa-peugeot-citroen.com>

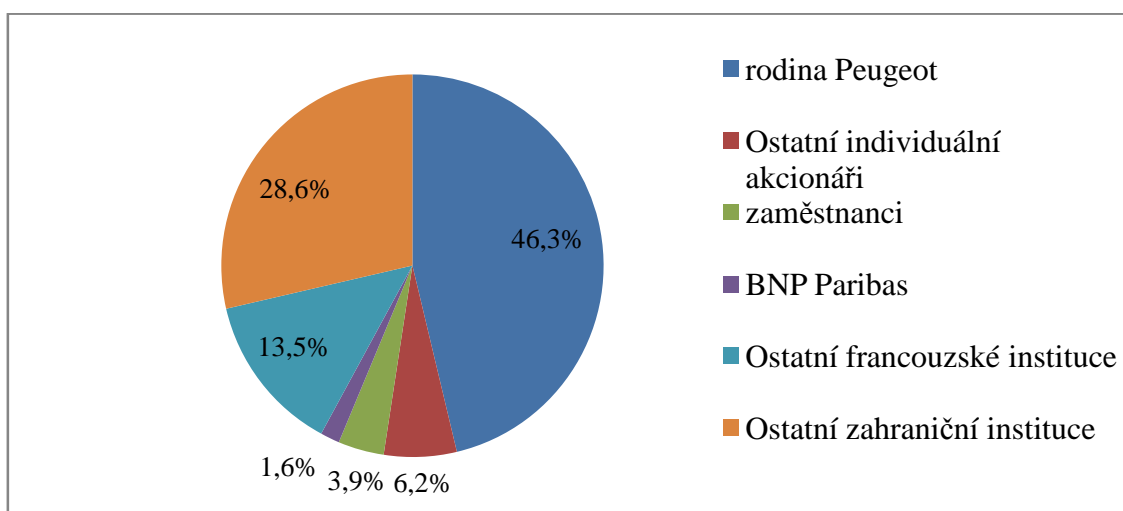
Tržní kapitalizace: 3,78 mld. €

Počet zaměstnanců: 198,210

Automobilka PSA se skládá z částí Automotive Division (Peugeot, Citroën), Faurecie, (podíl 57,43%), Gefco a Banque PSA Finance. Zaměřuje se na segment dostupných automobilů a LCV, podobně jako Renault. Faurecie vyrábí automobilové součásti i pro ostatní výrobce automobilů kromě PSA (BMW, GM, atd.), Gefco je plně vlastněna logistická firma operující převážně v Evropě, ale i v Jižní Americe a Asii.

Spolupracuje s BMW na vývoji hybridních technologií.

Struktura hlasovacích práv:



Obrázek 15 PSA - struktura hlasovacích práv

Vedení podniku má v rukou rodina zakladatelů, podobně jako u Fiatu, nebo Porsche. Majetkovou účast má rodina oproti hlasovacím právům nižší a tak zbývá více akcií pro obchodování.

Kmenové akcie:

ISIN: FR 0000121501

počet: 234 049 333

Výkon 2011: -34,4%

Součástí indexu: CAC 40 (0,36%)
EURONEXT 100

Burzy: Paříž

4.3.5.1 Analýza zisku a tržeb

Automobilka se ve svých čtvrtletní zprávách omezuje jen na stručné údaje, jako jsou celkové tržby a prodeje automobilů.

(mil. EUR)	2011			2010				2009
	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	
Tržby	44 585	31 135	15 414	56 061	41 386	28 394	13 986	48 417
EBIT		1 157		1 736		1 137		-1 416
EAT		904		1 256		680		-1 274

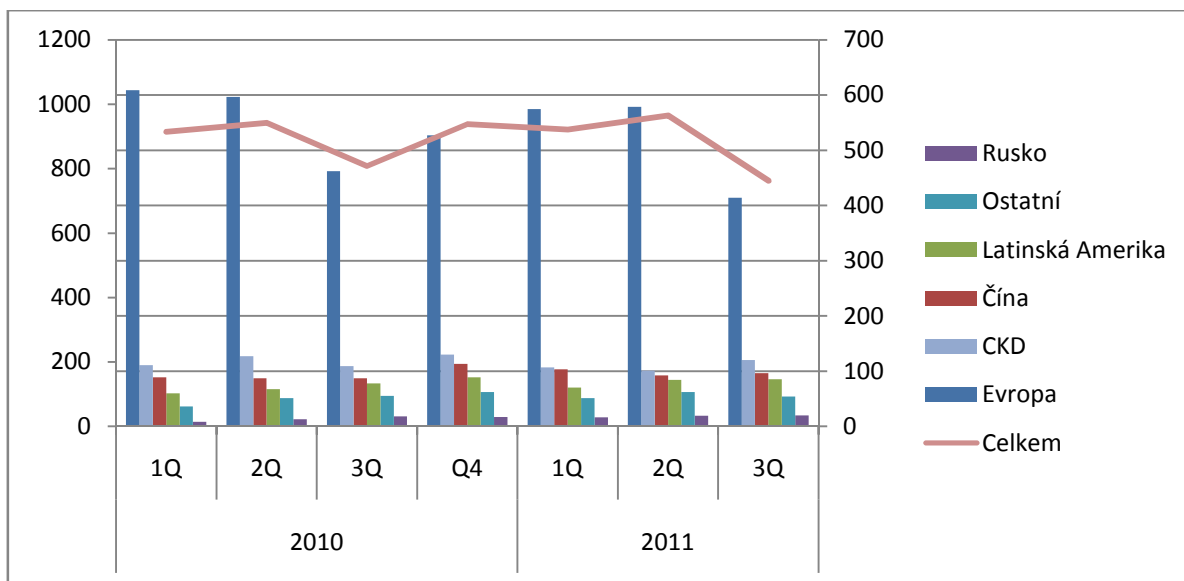
Tabulka 20 PSA - tržby, EBIT, EAT

Přípěvky k provoznímu jednotlivých obchodních jednotek za pololetí 2011 uvádí tabulka. Kromě hlavní činnosti je pro PSA důležitým zdrojem příjmů společnost Faurecia. Automobily dosahují podobně nízké marže jako Renault či vozy Fiatu, dané segmentem cenově přijatelných vozů. Dle pololetní zprávy, pokles marže z 2,5% v roce 2010 na 1,8% v tomto pololetí byl způsoben zemětřesením v Japonsku. Bez tohoto negativního vlivu by marže činila 2,4%.

	EBIT	marže
Automotive	405	1,80%
Faurecia	340	4,20%
Gefco	143	7,10%
Banque PSA Finance	274	
Eliminations	-5	
PSA	1 157	

Tabulka 21 PSA - divize

Pro PSA je důležitý vývoj poptávky v Evropě, prodeje mimo ni dosahují pouze 41%, v roce 2010 byla hodnota 37%. Silnou závislost na Evropě chce i nadále snižovat - PSA plánuje dosáhnout podílu 50% tržeb mimo Evropu v roce 2015. Tržní podíl v Evropě dosahuje 13,5%, v segmentu LCV je PSA tržním lídrem s podílem 21%. Pokles poptávky v Evropě ve třetím čtvrtletí snížil dosavadní vývoj na 0% od začátku roku 2011. Ve stejném období rostla Čína tempem 9%, Latinská Amerika 11% a Rusko 45%.



Obrázek 16 PSA - tržby

V prvním pololetí 2011 se prodalo 1 090 790 Peugeotů a 769 069 Citroënů. Celkem tedy 1 859 859. Číslo se od předchozího roku 2010 liší jen nepatrně.

4.3.5.2 Ukazatele tržní hodnoty

PSA má ve sledovaném období podobnou výnosnost jako index automobilového průmyslu. Vzhledem k oslabení poptávky v Evropě a silné závislosti PSA na jejím vývoji, kurz ve 3. čtvrtletí oslabil pod úroveň indexu.



Obrázek 17 PSA - kurz akcie

Z důvodu nedostatku dat, nebylo možné určit tokové veličiny průměrem za poslední 4 období. Hodnoty z pololetí proto byly znásobeny pro transponování pololetního údaje na celoroční. Jako násobitel byl zvolen koeficient 1,9, který zohledňuje pokles tržeb ve třetím čtvrtletí a očekávání nižšího výsledku ve druhém pololetí. Nepřesnost v podobě

použití stejné účetní hodnoty akcií z Q2 a odhadu zisku na akcii prostým vynásobením pololetní hodnoty je třeba pro analytické účely tolerovat.

		2011			2010
		Q3	Q2	Q1	Q4
	EPS	6,8	6,8		5
	P/E	2,4	4,6		5,7
	BV	60,96	60,96		59,08
	P/B	0,27	0,51		0,48
	MVA	-44,79	-30,09		-30,49

Tabulka 22 PSA - ukazatele tržní hodnoty

4.3.5.3 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou zpracovány pouze pololetně. Opět zde byly tokové veličiny za první pololetí znásobeny koeficientem 1,9 pro převedení na roční údaj. V roce 2009 byla ztráta 3 mld. €, což je nejvíce ze sledovaných společností.

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1		
	ROE		10,8%		8,2%	-9,4%
	ROS		3,7%		3,2%	-1,4%
	PMOS		2,9%		2,2%	-2,6%
	ROA		3,1%		2,6%	-1,1%

Tabulka 23 PSA - ukazatele rentability

4.3.5.4 Ukazatele zadluženosti

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1		
	Debt ratio (CZ/AKT)		79%		79%	78%
	Equity ratio (VK/AKT)		21%		21%	19%
	Finanční páka		3,8		3,8	4,2
	Úrokové krytí z CF		11,0		8,9	7,3
	Úrokové krytí		7,7		3,9	-2,9

Tabulka 24 PSA - ukazatele zadluženosti

PSA v roce 2011 předčasně splatil půjčku francouzské vlády poskytnuté v roce 2009 v hodnotě 3 mld. €. Dlouhodobé finanční závazky jsou tvořeny převážně Ostatními závazky (blíže nespecifikovanými). 5,3 mld. € pochází od bank, z toho 2,4 mld. z revolvingového úvěru od konsorcia 21 bank. Hodnota dluhopisů je 2,7 mld. €. V roce 2011 byly úrokové sazby vydaných dluhopisů na refinancování kapitálu v hodnotách 3,375% až 5,75% se splatností až do roku 2021.

4.3.6 Renault SA

Renault SA

Boulogne-Billancourt, France

Web: <http://www.renault.com>

Tržní kapitalizace: 7,41 mld. €

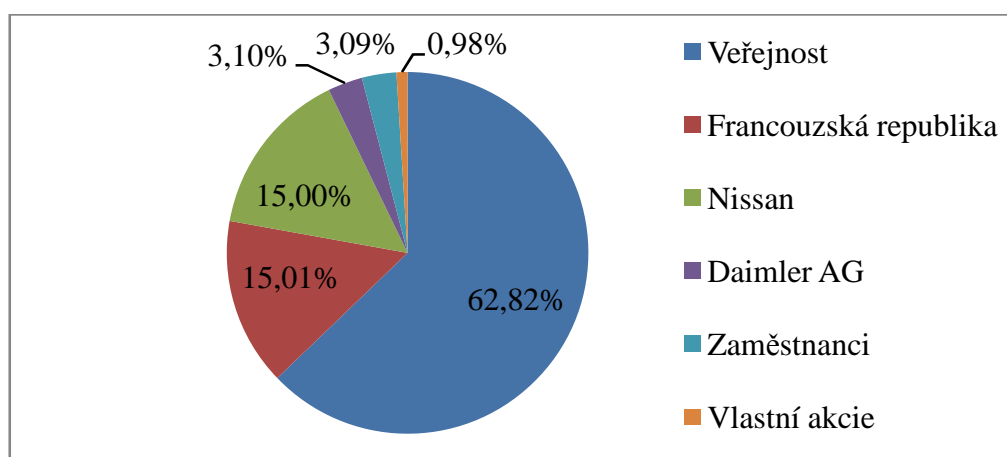
Počet zaměstnanců: 126 020²¹

Skupina Renault obsahuje podniky Renault s.a.s a Dacia (99.4%). Pod hlavní jednotku Renault s.a.s. dále patří AB Volvo (6.5%), RCI Banque, Renault Samsung Motors (80.1%) a AvtoVAZ (25%). Renault tvoří strategické spojení s Nissanem, držením 43.8% v Nissan Motor. Ten má naopak 15% Renaultu. CEO obou společností je Carlos Ghosn.

V Indii prodává své vozy (značky Dacia) ve spolupráci s místní automobilkou Mahindra. Spolupracuje také se společností Bajaj Auto na vývoji low-cost automobilů.

Automobilka uplatňuje tržní strategii nejnižších nákladů. Kromě cenového umístění své značky Renault tomu odpovídá i low-cost zaměření automobilek, ve kterých získává podíly. Za největší přínos pro úspory při vývoji automobilu je považován postup při vývoji nového automobilu, kdy z počítačových modelů přejde nový model přímo do výroby bez nutnosti vyrábět prototyp.

Struktura akcionářů:



Obrázek 18 Renault - struktura akcionářů

pozn: akcie Nissanu nenesou hlasovací práva

²¹ ke dni 30.6.2011

Kmenové akcie:		Součástí indexu:	CAC 40 (1,02%) EURONEXT 100
ISIN:	FR 0000131906		
počet:	295 722 000		
Výkon 2011	-40,4%	Burzy:	Paříž, Xetra, NYSE Euronext

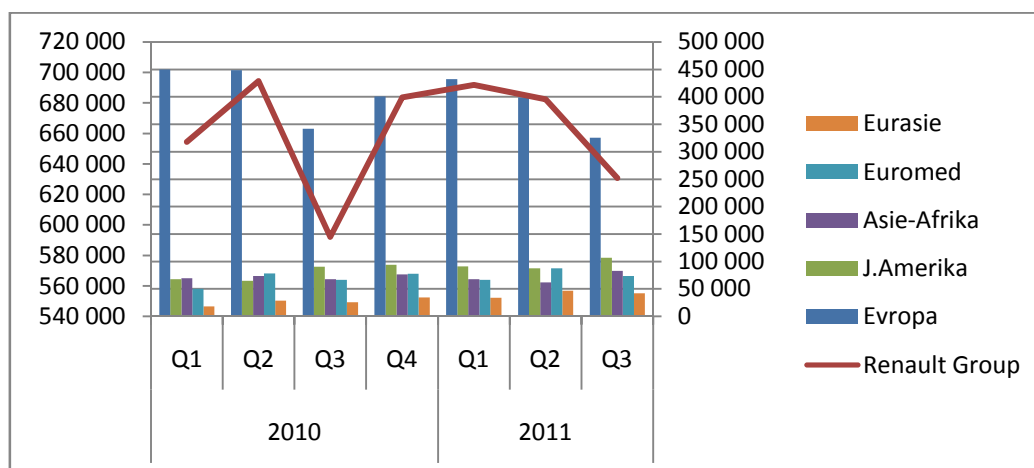
4.3.6.1 Analýza zisku a tržeb

Obdobně jako u PSA, také Renault dává k dispozici pouze pololetní výkazy. Ve čtvrtletních uvádí jen vývoj tržeb a prodejů automobilů. V roce 2009 zaznamenal nejvyšší ztrátu ze sledovaných společností. Z toho 900 mil. ztráty byl podíl Nissanu, mil. ostatní společnosti. V roce 2010 je čistý zisk jednorázově vylepšen prodejem akcií třídy B Volva v hodnotě rovných 2 mld. €.

(mil. EUR)	2011			2010				2009
	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	
Tržby	30 846	21 101	10 431	38 971	28 379	19 668	9 072	33 712
EBIT		772		635		718		-955
EAT		1 253		3 490		823		-3 068

Tabulka 25 Renault - tržby, EBIT, EAT

Z čistého zisku v pololetí 2011 tvoří 557 mil. € výnosy z podílů ve společnostech. 441 mil. pochází z Nissanu, 70 mil. z Volva a 37 mil. z Auto VAZu.



Tabulka 26 Renault - tržby

Euromed: Balkán, Turecko, Alžír, Tunisko, Maroko

Eurasie: bývalé země SSSR

Renault má podíl Evropy na tržbách 58%, přičemž celých 25% připadá pouze na Francii. Renault uvádí, že plánuje dosáhnout 45% tržeb mimo Evropu v roce 2013.

4.3.6.2 Ukazatele tržní hodnoty



Obrázek 19 Renault - kurz akcie

Pro převedení pololetních hodnot tokových veličin na celoroční, bylo obdobně jako u PSA použito vynásobení koeficientem 2.

Počet akcií použitý pro výpočet EPS je vážený průměr počtu akcií za účetní období po odečtení akcií v samodržení a akcií držených Nissanem.

	2011			2010
	Q3	Q2	Q1	Q4
EPS	8,96	8,96		12,7
P/E	2,8	4,6		3,4
BV	76,43	76,43		75,19
P/B	0,33	0,53		0,58
MVA	-51,36	-35,55		-31,75

Tabulka 27 Renault - ukazatele tržní hodnoty

4.3.6.3 Ukazatele rentability

V roce 2010 Renault získal 2 mld. € prodejem podílu ve Volvu. Tento jednorázový výdělek je v případech kdy se počítá se ziskem před zdaněním (ROE, PMOS) odečten. Vysoká hodnota rentability vlastního kapitálu oproti rentabilitě aktiv je dosažena díky podílům v ostatních společnostech, zejména Nissanu.

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1	Q4	
	ROE	10,8%			6,4%	-19,6%
	ROS	3,0%			2,8%	-2,8%
	PMOS	5,9%			3,8%	-9,1%
	ROA	1,8%			1,6%	-1,5%

Tabulka 28 Renalt - ukazatele rentability

4.3.6.4 Ukazatele zadluženosti

Renault využívá cizího kapitálu nejméně ze všech společností. Nízkým podílem cizího kapitálu dosahuje nízkého pákového efektu.

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1	Q4	
	Debt ratio (CZ/AKT)	67%			68%	74%
	Equity ratio (VK/AKT)	32%			32%	26%
	Finanční páka	2,1			2,1	2,9
	Úrokové krytí z CF	7,6			0,4	1,3
	Úrokové krytí	7,1			8,1	-5,5

Tabulka 29 Renault - ukazatele rentability

Dluhopisy vydané v roce 2011 mají výnosnost 3,25% - 4%. Renault si obstarává prostředky také na japonském finančním trhu. V roce 2011 vydal emisi samurai bondů v hodnotě 7 mld. €.

4.3.7 Volkswagen AG

Volkswagen AG

Wolfsburg, Germany

Web: <http://www.volkswagen.de>

Tržní kapitalizace: 44,52 mld. €

Počet zaměstnanců: 448 700

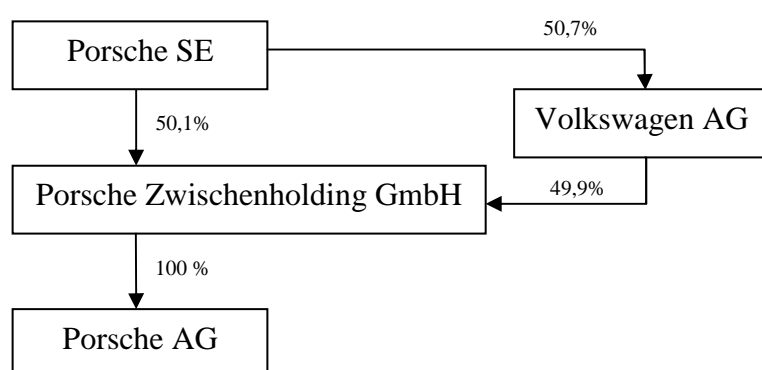
Skupina Volkswagen je tvořena dvěma divizemi - Automobilová divize a Divize finančních služeb. Do automobilové divize patří značky Volkswagen, Audi, Škoda, Seat, Bentley, Volkswagen Commercial vehicles, Scania, Lamborghiny, Bugatti, a Porsche (podíl 49,9%). Volkswagen také brzy ovládne výrobce kamionů MAN SE navýšením podílu na 53,71% z nynějších 29,21% pro spojení se Scanií.

Skupina Volkswagen je majetkově a strategicky propojena se skupinou Porsche. Pro správnou analýzu a určení budoucí podoby firmy do které uvažujeme investovat, je nejprve třeba se zaměřit na jejich vzájemné vztahy a vývoj v nejbližších letech.

VW a Porsche SE

Porsche automobil holding SE funguje jako čistý holding tvořen dvěma společnostmi - Porsche Zwischenholding GmbH a Volkswagen AG. Obě společnosti jsou obsaženy v konsolidovaných výkazech kapitálovou metodou - zisk/ztráta Porsche SE je tak závislá na hospodaření těchto společností a náležící části ze zisku..

Struktura holdingu:



Obrázek 20 Holding VW-Porsche

V roce 2009 po schválení valnými hromadami se již spolupracující společnosti dohodly na provedení kompletní fúze za účelem úspory nákladů (700mil € ročně), lepším růstovým potenciálem a využití synergického potenciálu. Časový rámec byl naplánován na tři etapy- přípravná fáze s akvizicí 49.9%ního podílu v Porsche Zwischenholding GmbH Volkswagenem, dále navýšení základního kapitálu obou společnostmi a závěrečná fáze provedení fúze VW s Porsche SE (do 31.12.2011) se záložním plánem uplatnění vzájemných put/call opcí na společnou joint venture investici v Porsche Zwischenholding GmbH (2012-2015). (41)

Dle posledních²² oficiálních informací plán fúze s VW nebude uskutečněn v původním časovém rámci, vzhledem k právním žalobám, kterým Porsche čelí v USA a v Německu. Možné finanční dopady znesnadňují správné ocenění Porsche SE pro určení výměnného kurzu akcií. Záložní plán na uplatnění opce je dle zdroje pravděpodobný na 50%. (41) Dle jiných zdrojů, uplatnění opcí provází daňová povinnost 1mld €, převyšující tak plánované úspory z fúze, která bude s přibližováním se roku 2015 klesat. (13)

V USA čelí Porsche SE a někteří jeho výkonní ředitelé žalobě za vydání matoucího oznámení a manipulaci trhem²³ při akvizici podílu ve Volkswagenu v roce 2008 a následné způsobení škod v hodnotě 2,5mld \$ (americký soud 30.12.2010 rozhodl ve prospěch Porsche, spor pokračuje odvoláním) a nové žalobě za škody v hodnotě 1,4mld \$. (41)

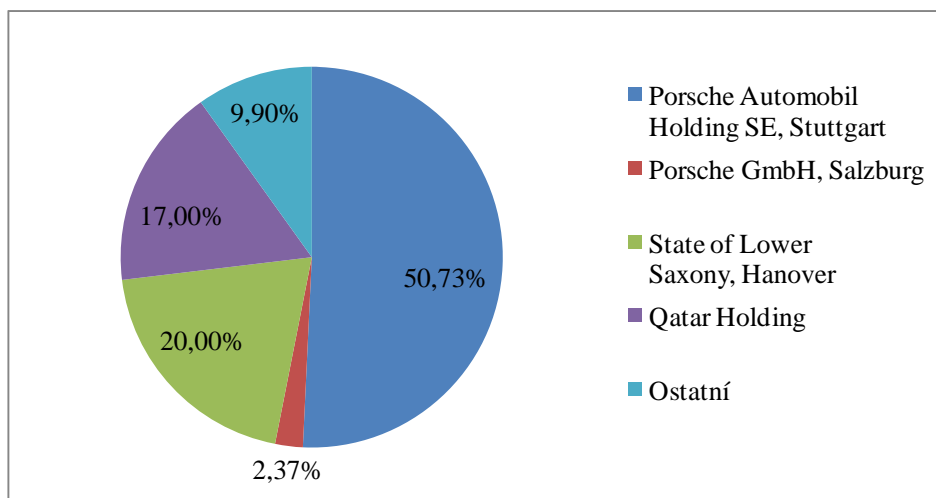
V Německu čelí Porsche SE společně s VW obviněním převážně institucionálních investorů za výše zmíněnou manipulaci a ztráty v hodnotě 3,05mld € a nejnovějšímu obvinění za ztráty v hodnotě 1,1mld €. Porsche SE všechna obvinění odmítá.

Pro sladění účetního roku s VW, Porsche SE vykazalo zkrácené účetní období od 1.8.2010 do 31.12.2010.

²² prosinec 2011

²³ Akcie během dvou dnů vylétly z hodnoty 210€ na hodnotu bezmála 1000€, čímž se VW fakticky stal na jeden den největší společností na světě (dle tržní kapitalizace).

Struktura hlasovacích práv:



Obrázek 21 VW - struktura hlasovacích práv

Většinu hlasovacích práv koncernu a tedy i vlastní holding Porsche. Polovina kapitálu Porsche SE je tvořena veřejně obchodovatelnými prioritními akciemi, druhá polovina kmenového kapitálu s hlasovacími právy patří rodinám Porsche a Piëch. Od rok 2009 vlastní 10% kmenových akcií také Quatar Holding LLC.

Volkswagen poprvé vydal své akcie v roce 1961 a v roce 1986 i prioritní akcie. Většina kmenových akcií je držena třemi velkými investory což garantuje jistotu ve struktuře akcionářů a vedení podniku; zároveň je ale k dispozici méně akcií pro volné obchodování. Z tohoto důvodu byly kmenové akcie nahrazeny prioritními v německém indexu DAX. V USA se akcie VW obchodují na OTC trzích v programu ADR.

Kmenové akcie:

ISIN:	DE0007664005	DAX (3,4%)
počet:	295 045 567	EURO STOXX 50
Výkon 2011:	-7,0%	

Preferenční akcie:

ISIN:	DE007664039	Preferenční akcie mají pevně stanovenou vyšší výplatu dividend
počet:	170 142 778	oproti kmenovým akciím o 0,06€.
Výkon 2011:	-2,03%	

Burzy: Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hanover, Munich, Stuttgart, Xetra, London, Luxembourg, New York, SIX Swiss Exchange

4.3.7.1 Analýza tržeb a zisku

(Mil EUR)	2011			2010				2009
	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	Q1-Q4	Q1-Q3	Q1-Q2	Q1	
Tržby	116 279	77 767	37 470	126 875	92 547	61 809	28 647	105 187
EBIT	8 977	6 086	2 912	7 141	4 826	2 841	848	1855
EAT	13 642	6 496	1 712	7 226	4 029	1 824	473	911

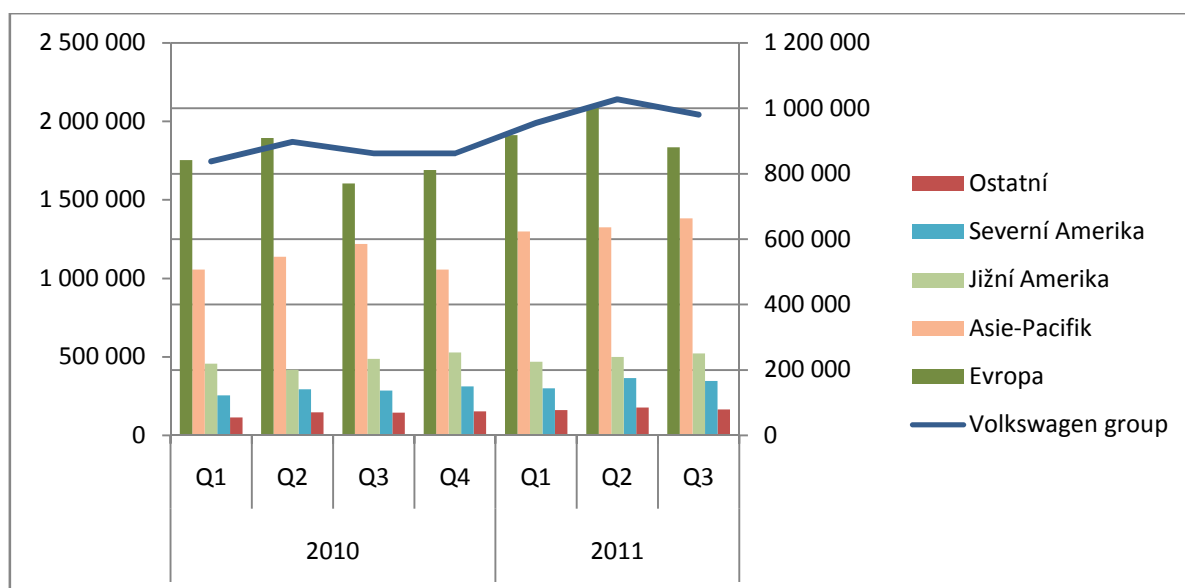
Tabulka 30 VW - Tržby, EBIT, EAT

Z portfolia značek nevyšší tržby vykazuje Volkswagen následovaný Audi. Z pohledu příspěvku k celkovému zisku je však pro holding nejpřínosnější značka Audi (pod kterou spadá i Lamborghini). Při porovnání tržeb a provozního výsledku činí ziskovost tržeb u značky Audi 12,2%, Škody 7,5%. U Volkswagenu ziskovost postupně vzrostla na 4,6%, v roce 2010 dle cifry uvedené ve výroční zprávě byla pouze 2,7% a v roce 2009 0,9%. Velmi zisková je značka nákladních automobilů Scania, pro kterou VW chystá spojení s výrobcem MAN, dle VW pro dosažení ještě lepšího výsledku dalšími úsporami z rozsahu. Bentley a Seat jsou pro společnost ztrátové; u Seatu se daří ztrátu postupně snižovat.

V mld. €	Tržby	Provozní výsledek
Volkswagen Passenger Cars	70 651	3 256
Audi	32 394	3 960
ŠKODA	7 629	575
SEAT	3 958	-101
Bentley	776	-6
Volkswagen Commercial Veh.	6 653	328
Scania	7 421	1 071

Tabulka 31 VW - značky

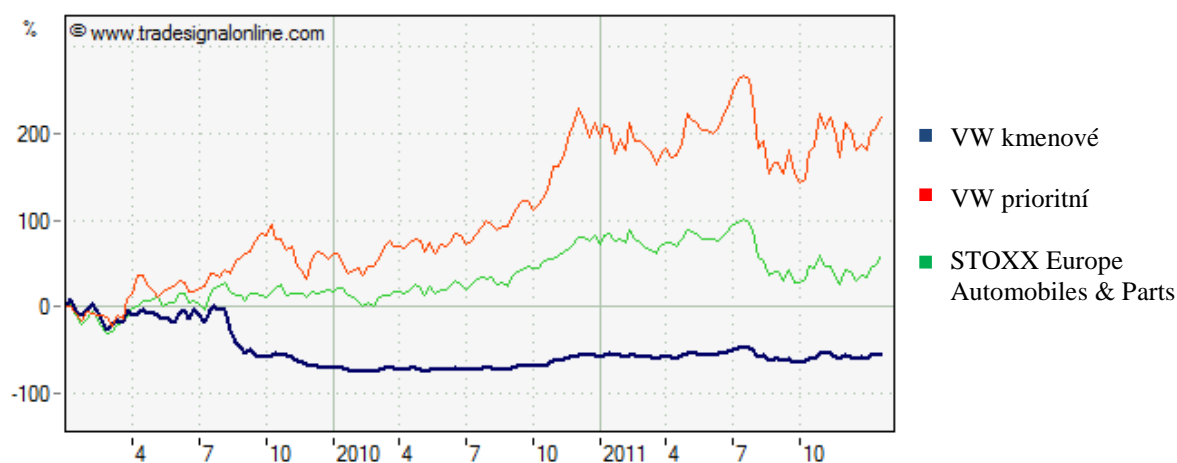
Za 9 měsíců roku 2011 společnost prodala nejvíce vozů v Evropě a to 3,05 mil., což bylo o 13,3% více ve srovnání s předchozím rokem. Celkově se Evropa na prodejkách podílí 46,4% procenty, samotné Německo 14,1%. Druhým největším trhem je oblast Asie-Pacifiku, kde společnost prodala 2 mil. vozidel včetně prodejů v joint venture investicích. Drtivá většina prodejů náleží Číně, zbytek hlavně Indii (zde proniká koncern značkou Škoda) a Japonsku. Trh v této oblasti meziročně posílil o 23,4%. V Severní Americe tržby rostly rychleji než trh a to tempem 21% Negativní vliv na výsledek v S.Americe měl kurz EUR/USD. Naopak v J. Americe byl vliv kurzu pozitivní, tempo růstu 6,3%.



Obrázek 22 VW - tržby

4.3.7.2 Ukazatele tržní hodnoty

Vývoj prioritních a kmenových akcií se zřetelně rozchází v druhé polovině roku 2009. Výroční zpráva za rok 2009 rozdíl argumentuje změnou ve struktuře akcionářů, vzhledem k připravovanému sloučení s Porsche. Pravdou je, že se snižuje počet kmenových akcií dostupných pro volné obchodování. Objem obchodů prioritních akcií je tak desetinásobný.



Obrázek 23 VW - kurz akcií

Dle tržní kapitalizace je VW největším ze sledovaných podniků. Po srpnovém poklesu 2011 se snížila hodnota P/E na velmi nízkou hodnotu. Trhem přidaná hodnota je dokonce záporná, dle základního významu ukazatele MVA a P/B je tak podnik velmi podhodnocený.

		2011			2010
		Q3	Q2	Q1	Q4
Cena kmen. akcie na konci období (€)		93,19	126,70	108,30	105,90
Cena prior. akcie na konci období (€)		100,05	142,35	114,45	121,40
Tržní kapitalizace (mld. €)		44,52	61,59	51,42	51,89
	EPS	35,28	24,67	17,3	14,92
	P/E	2,6	5,1	6,3	7,1
	BV	137,20	97,64	101,34	85,86
	P/B	0,68	1,30	1,07	1,23
	MVA	-44,01	29,06	6,96	20,04

Tabulka 32 VW - ukazatele tržní hodnoty

4.3.7.3 Ukazatele rentability

Volkswagen dosahuje velmi vysoko rentability vlastního kapitálu. Společnost má vyšší zisk před zdaněním než provozní zisk díky finančnímu výsledku hospodaření, konkrétně "Other financial result" (podrobnosti VW neuvádí, nicméně ve výroční zprávě 2010 je struktura ostatních finančních položek tvořena zisky a ztrátami z kapitálově vedených investic, tržním oceněním finančních nástrojů a zajištění). Jelikož se tato položka v podobně zvýšené hodnotě vyskytuje i ve 2Q 2011 a 3Q 2010, nebude se její hodnota za účelem zpřesnění analýzy snižovat. Rostoucí trend vývoje rentability odráží rostoucí tržby a snahu o zefektivňování podniku a dosažený růst marže u automobilů.

		2011			2010	2009
		Q3	Q2	Q1	Q4	
	ROE	28,5%	21,6%	16,2%	14,9%	2,7%
	ROS	7,5%	7,3%	6,8%	5,6%	1,8%
	PMOS	11,2%	8,3%	6,2%	5,7%	0,9%
	ROA	4,9%	4,8%	4,3%	3,6%	1,0%

Tabulka 33 VW-ukazatele rentability

4.3.7.4 Ukazatele zadluženosti

Pokles zadluženosti v roce 2010 byl způsoben rychlejším růstem vlastního kapitálu než cizích zdrojů. Jinak si společnost udržuje stálou zadluženost úměrným navyšováním dluhů vzhledem k vlastním zdrojům. Pokles úrokového krytí z CF od poloviny roku 2011 nastal poklesem provozního CF vlivem nárůstu pohledávek a zásob.

	2011			2010	2009
	Q3	Q2	Q1		
Debt ratio (CZ/AKT)	74%	74%	76%	76%	79%
Equity ratio (VK/AKT)	26%	26%	24%	24%	21%
Finanční páka	2,8	2,9	3,1	3,1	3,7
Úrokové krytí z CF	2,3	2,1	4,5	5,3	5,6
Úrokové krytí	5,7	6,1	5,0	5,2	1,6

Tabulka 34 VW - ukazatele zadluženosti

V dlouhodobých cizích zdrojích společností převažují dluhopisy v hodnotě 30,017 mld.€. Bankovní úvěry má VW v hodnotě 8,3 mld. € a 3,5 mld.€ pochází z vlastní bankovní činnosti. Z krátkodobých závazků jsou nejobjemnější vklady ve vlastní bance 17,9 mld.€ a dluhopisy 16,4 mld.€. Krátkodobé půjčky v bankách pak tvoří 6,6 mld.€.

5 Mezipodnikové srovnání

Stěžejní metoda této práce, o jejíž výsledky se bude opírat investiční doporučení, je kvantifikování skóre podniku pomocí zvolených ukazatelů, pro určení jednoznačného pořadí. Kromě dat z finanční analýzy jsou zde zahrnuty i faktory kolísání cen akcií - koeficient β a hodnocení ratingových agentur.

5.1.1 Výpočet faktoru β

Pro ohodnocení rizikovosti titulu na základě historického vývoje kurzů, nám poslouží koeficient β z metody CAPM. V zásadě nám výsledek poví, jak je riskantní daný titul oproti vybranému indexu.

Pro vlastní výpočet faktoru β byly použity uzavírací ceny na konci měsíce, od roku 2009 do 30.9.2011. Celkem se jednalo o časovou řadu 33 hodnot pro každý titul. Data byla zpracována v procesoru Excel. Jako srovnávací index byl vybrán EURO STOXX® Automobiles & Parts. Výsledek tedy můžeme interpretovat jako míru volatility jednotlivých titulů vzhledem k pohybu celého automobilového průmyslu v Evropě. Zde je reprezentován indexem skládajícím se větší částí ze samotných sledovaných společností. Automobilka s $\beta = 1$ bude stejně volatilní jako celé odvětví. Při $\beta > 1$ bude vykazovat vyšší kolísání kurzů a tedy i vyšší rizikovost. Při $\beta < 1$ budou její akcie méně volatilní a tedy i méně rizikové, přičemž výsledek $\beta < 0$, tedy záporná korelace, je ve stejném odvětví logicky vyloučen. Výpočet byl proveden následovně:

$$\text{Výnosové míry titulů: } r = \frac{P_n - P_{n-1}}{P_{n-1}}$$

$$\text{Rozptyl výnosnosti indexu} = \text{VAR}(r_{\text{index}}) = 0,009977$$

$$\text{Kovariance} = \text{COVAR}(r_{\text{index}}, r_{\text{titul}})$$

$$\text{beta} = \text{COVAR}(r_{\text{index}}, r_{\text{titul}}) / \text{VAR}(r_{\text{titul}})$$

Titul	BMW	Daimler	Fiat	PSA	Renault	VW
Kovariance ($r_{\text{index}}, r_{\text{titul}}$)	0,0074	0,0115	0,0122	0,0081	0,0135	0,0091
Faktor β	0,74	1,15	1,22	0,82	1,35	0,91

Tabulka 35 Beta faktor

Pro zjištění historických hodnot kurzů byly využity databáze společnosti Yahoo! Inc a ekonomického serveru LesEchos.fr. Analýzy a výpočty byly provedeny v tabulkovém procesoru Excel firmy Microsoft.

5.1.2 Rating

Jelikož společnosti emitují dluhopisy na veřejných trzích, jsou hodnoceny ratingovými agenturami. I když se tato práce zabývá akciovou analýzou a ratingy jsou cíleny na hodnocení dluhopisů, jsou zahrnuty do celkového skóre srovnávací matice. Do jisté míry nám tak suplují ukazatele likvidity, jelikož podnik s dobrým ratingem nemá problém s přístupem k finančním prostředkům. Jelikož bonita dluhopisů je taková, jaká je bonita emitenta, do porovnání tímto zahrneme hodnocení podniku uznávanými agenturami. Tabulka udává přehled hodnocení dlouhodobých dluhopisů (*longterm notes*). Pro výpočet skóre bylo použito hodnocení S&P. Stupnice od AAA až po CCC (16 prvků) byla lineárně rozdělena od 0 (CCC) do 1 (AAA) po 0,0625 bodech ($1/16 = 0,0625$).

	Fitch	S&P	Moody's	skóre
BMW	-	A-	A2	0,6250
Daimler	BBB+	BBB+	A3	0,5625
Fiat	BB	BB	Ba2	0,3125
PSA	-	BBB-	-	0,4375
Renault	BB+	BB+	Ba1	0,3750
VW	-	A-	A3	0,6250

Tabulka 36 Rating

5.1.1 Kvalita informací

Vzhledem k tomu, že na kvalitních burzách je požadavkem pro kotaci určitá úroveň výkazů, nabízí se zde uvést jejich srovnání.

Nejpodrobnější zprávy a nejprehledněji zpracované nabízí BMW a Daimler, včetně možnosti stáhnout si většinu klíčových údajů ve formátu xls. Podrobné zprávy uvádí i Volkswagen. Všichni tři němečtí výrobci vydávají své zprávy čtvrtletně, s podrobnějšími pololetními a kompletními výročními reporty. Také Fiat i ve svých čtvrtletních zprávách poskytuje kompletní informace, adekvátně k ambicím být světovou firmou. Poněkud ve srovnání zaostávají jejich francouzští konkurenti.

Čtvrtletní zprávy nepůsobí přesvědčivě a najdeme v nich pouze zpracované a graficky upravené údaje, podsouvající tak čtenáři vlastní analýzu na situaci. Z finančních údajů obsahují pouze tržby, což může být pro některé investory málo. Výjimku tvoří statistika tržeb Renaultu, která obsahem dat a zpracováním předčí statistiky mezinárodních organizací zabývajících se automobilovým průmyslem.

5.2 Srovnávací matice

Matice byla sestavena v editoru Excel. Konstrukce zahrnuje výběr vhodných ukazatelů, přiřazení váhy dle důležitosti, charakter ukazatelů (+,-) a samotný výpočet.

5.2.1 Výběr ukazatelů

Ze získaných ukazatelů jsou vybrány dva ukazatele rentability, dva ukazatele zahrnující tržní cenu akcí, ukazatel zadluženosti, koeficient β a hodnocení profesionální agentury - rating. Odůvodnění výběru a přidělené váhy důležitosti jsou následující:

- Rentabilita tržeb

Rentabilita tržeb zjistíme ziskovost podniku vzhledem k tržbám, neboli také velikost marže. V případě nepříznivého vývoje poptávky pak má podnik prostor pro manipulaci s cenou svých produktů, dále není například tolik ohrožen kurzovými výkyvy. Váha pro výpočet byla stanovena na hodnotu 2. Charakter +

- Rentabilita vlastního kapitálu

ROE hodnotí návratnost vlastních prostředků vložených do podniku a bezesporu patří mezi nejdůležitější informace o efektivnosti. Je kombinací rentability aktiv a finanční páky, tyto dva ukazatele tímto můžeme vyloučit. Pro svou vypovídací schopnost ohodnocen váhou 3. Charakter +.

- P/E

Porovnáním aktuální tržní ceny a zisku na akcii zjistíme, jak draze jsme zaplatili za jednotku zisku. Cílem práce totiž není nalezení co nejsilnějšího podniku, ale

nejvhodnější příležitosti k investici, čili nalezení nejlepšího poměru cena/výkon. Tento v praxi nejvyužívanější tržní ukazatel má váhu 2. Charakter -.

- P/B

Druhý užitý tržní ukazatel pro zpřesnění informace o tržním ocenění akcie. Váha ukazatele je stejně jako v předchozím případě rovna 2. Charakter +.

- Úrokové krytí

Zástupcem ukazatelů zadluženosti byl zvolen ukazatel úrokového krytí z čistého zisku. Nabízela se možnost užití finanční páky, jelikož akcionáři mají zájem o co nejvyšší možné zhodnocení vložených prostředků a vysoký poměr dluhů je jednou z možností jak toho dosáhnout. Vzhledem k nejistému budoucímu vývoji ekonomiky, by v případě záporného hospodářského výsledku vysoká zadluženost ztrátu ještě znásobila. Alternativou je tedy dluhové zatížení vzhledem k zisku před zdaněním. Váha ukazatele je 1. Charakter +.

- Beta faktor

Ukazatel sloužící primárně pro ohodnocení nákladů vlastního kapitálu a sloužící pro správu portfolií. Lze jej také využít pro ocenění rizika akciového titulu vůči vybranému indexu, nebo tržnímu portfoliu. Váha ukazatele stanovena na hodnotu 1. Charakter -.

- Rating

Rating slouží primárně k hodnocení bonity emitentů dluhopisů, nicméně metody ratingových agentur využívají podrobnou analýzu, které vypovídají i o ekonomické kondici hodnoceného subjektu. Zahrnutím ratingu získáme názor odborné agentury. Pro pouze informativní charakter váha stanovena na hodnotu 1. Charakter +.

5.2.2 Skóre podniků

Pro dosažení do matice byly použity data ze třetího čtvrtletí. Vzhledem k tomu, že byla u tokových veličin použita metoda 4 posledních období, dostáváme poměrně vypovídající představu o současné situaci v podniku s eliminací případných výkyvů, nebo sezónního vlivu. V případě Renaultu a PSA, vzhledem k absenci požadovaných

dat, byly převzaty údaje pololetní (použitá tržní cena akcií ze stejného dne, tedy 30.9.2011).

	ROS	2	ROE	3	P/E	2	P/B	2
BMW	12,2%	3,963	20,3%	4,055	6,2	1,521	1,26	1,000
Daimler	7,0%	2,272	13,1%	2,621	7,2	1,319	0,90	1,643
Fiat	3,6%	1,156	6,7%	1,342	3,2	2,952	0,55	2,691
PSA	3,7%	1,206	10,8%	2,152	4,6	2,073	0,51	2,915
Renault	3,0%	0,969	10,8%	2,154	4,6	2,069	0,53	2,760
VW	7,5%	2,433	28,5%	5,677	2,6	3,574	0,68	2,173
E(X)	6,2%		15,0%		4,72		0,74	

Tabulka 37 Srovnávací matice 1/2

	Úr. Krytí	1	β	1	rating	1	CELKEM
BMW	10,1	1,464	0,74	1,394	0,625	1,277	14,7
Daimler	8,5	1,240	1,15	0,897	0,563	1,149	11,1
Fiat	2,6	0,381	1,22	0,846	0,313	0,638	10,0
PSA	7,7	1,122	0,82	1,258	0,438	0,894	11,6
Renault	7,1	1,038	1,35	0,764	0,375	0,766	10,5
VW	5,2	0,755	0,91	1,134	0,625	1,277	17,0
E(X)	6,885		1,032		0,490		

Tabulka 38 Srovnávací matice 2/2

Výsledné pořadí:

1. Volkswagen
2. BMW
3. PSA
4. Daimler
5. Renault
6. Fiat

Nejlepšího skóre dosáhl s náskokem Volkswagen, následovaný BMW. Mezi 3. až 6. pozicí pak již nejsou tak významné rozdíly v dosaženém skóre.

6 Investiční doporučení

Na základě získaných výsledků kvantitativní analýzy a subjektivního zhodnocení jako nejvhodnější investiční příležitost jeví Volkswagen, popřípadě BMW. Dobrých výsledků finanční analýzy, vyváženým produktovým mixem a rozložení tržeb na různých světových trzích dosahuje také Daimler, nicméně jeho akcie jsou patřičně trhem ohodnoceny.

1. Volkswagen

Nejvyšší skóre dosáhl Volkswagen zejména díky velmi vysoké rentabilitě vlastního kapitálu a naproti tomu nízké tržní ceně akcie vzhledem k zisku. Tyto hodnoty jsou dosaženy díky zvyšujícím se ziskům až k akumulované hodnotě 13 mld. € za rok 2011 (polemika nad správností viz. kapitola 4.3.7.3).²⁴ Volkswagen má také výbornou geografickou působnost - stávajícím tempem jeho tržby v Asii dosáhnou úrovně tržeb v Evropě a už nyní jeho rozložení patří mezi nejlepší (spolu s Daimlerem) Vyrábí automobily všech segmentů (od Škody až po Bentley či Lamborghini), kromě škály osobních automobilů také prosperující nákladní automobily. Jediným rizikem pro investora se tak stává zamýšlená fúze Volkswagenu se společností Porsche, která s sebou kromě obtíží popsaných v kapitole, přináší i riziko Pro zamýšlenou investici se jeví být nejlepší volbou.

2. BMW

BMW obdrželo nižší skóre vlivem nejvyšších hodnot P/E a P/B jenž mají negativní charakter, v důsledku tedy nižší hodnocení, což značí že trh si je vědom kvalit tohoto výrobce. BMW dosahuje nejvyšších hodnot rentabilit aktiv, tržeb, i slušné rentability vlastního kapitálu. I když vyrábí pouze tři značky automobilů a výroba motocyklů je jen okrajovou (a aktuálně ztrátovou) záležitostí, jedná se o automobilové legendy a hlavně BMW je pojmem s širokou základnou příznivců. Geograficky má 50%ní působnost v Evropě, dle trendu se síly více rozloží i mezi Asii a Severní Ameriku. S rostoucí životní úrovní v rozvojových zemích, jako je Indie a Brazílie, je vysoce pravděpodobné, že se

²⁴ I při teoretickém snížení zisku o položku "Other financial result" dostaneme hodnotu ROE 20%, která stále postačuje na umístění před BMW.

tento výrobce luxusních automobilů zaměří i na tyto trhy. BMW vzhledem k dobrým výsledkům je alternativní volbou k investici.

Do sledovaného období byl zahrnut rok 2009, jenž byl ve znamení krize a velmi nízkých tržeb. Hospodářské recesi jako nejlépe odolaly právě automobilky BMW a Volkswagen, jejich zisk zůstal během let 2008 i 2009 kladný. Také tento faktor je zajímavé zohlednit, už jen kvůli přetrvávající ekonomické nejistotě. Naopak největší ztráty v poměru k vlastnímu kapitálu utrpěl Renault. Daimler, Fiat a PSA na tom byli vzájemně podobně, se ztrátami okolo 9-ti% ku vlastnímu kapitálu.

Zajímavou příležitostí pro investici může být **Fiat** i přes nejmenší dosažené skóre v mezipodnikovém srovnání. Jeho akcie mají velmi nízkou tržní cenu oproti dosahovanému zisku za poslední 4 měsíce. Díky konsolidaci s Chylerem a vývojem v USA budou jeho výsledky na konci účetního období poměrně slušné. Také vypovídací schopnost účetních výkazů je po dvou restrukturalizačních změnách během jednoho roku omezená a po sladění účetnictví, optimalizování dluhu a odeznění jednorázových vlivů (zisky/ztráty z ocenění aktiv) mohou být hodnoty analýzy daleko lepší. Pokud se zamýšlené plány managementu povedou, dostaví se plánovaný efekt synergie. Ale zrovna tak se spojení nemusí podařit jako v minulosti u Daimleru a Chyleru. Navíc je třeba bedlivě sledovat vývoj na jejich hlavních trzích - USA a Evropy, jelikož jsou jejich majoritními zákazníky. Za takovýchto podmínek se jedná spíše o spekulaci, což nebyl cíl této práce.

7 Závěr

Vytyčeným cílem této práce bylo zmapovat investiční příležitosti na akciovém trhu mezi evropskými výrobci automobilů, s primárním zaměřením na segment osobních automobilů. Ze spousty evropských výrobců a značek na trhu zůstali jako samostatné subjekty s veřejně obchodovanými akciemi pouze výrobci BMW AG, Daimler AG, Fiat S.p.A., PSA SA, Renault SA a Volkswagen AG.

Jelikož výrobci sdílí společné ekonomické prostředí, byla makroekonomická a oborová analýza jako součást fundamentální analýzy zredukována na nezbytně nutné údaje pro podnikovou analýzu a na údaje, které mohou nějakým způsobem zvýhodnit určitého výrobce. Výchozí analytickou metodou pro hodnocení podniků tak byla finanční analýza na základě veřejně dostupných finančních výkazů. Sledované období bylo stanoveno od roku 2009 do 30.9.2011, tedy datum ke kterému jsou sestaveny poslední uveřejněné výsledky společností. Časová řada tři let se ukázala jako dostatečná. Ve sledovaném období se tak promítl poslední rok krize 2009, jenž znamenal největší propad tržeb za poslední roky a naopak první tři čtvrtletí roku 2011, který bude pro většinu zkoumaných automobilek rekordně vydařeným. Důraz byl také kladen na analýzu tržeb a to zejména jejich geografické rozložení, objemy prodeje v dané oblasti a tempo růstu. Tato část práce ukázala velmi silnou pozici německých výrobců BMW, Daimler a Volkswagen. Naopak horších výsledků dosáhli dva francouzští výrobci PSA a Renault, mezi kterými byla také patrná jistá podobnost v podobě dosahovaných výsledků, ukazatelů finanční analýzy i kurzu akcií. Hodnocení Fiatu bylo ztíženo provedeným rozdělením na dva samostatné subjekty a následným sloučením s americkým Chryslerem.

Při analýze cen akcií jsem se také pokusil stanovit jejich vnitřní hodnotu pomocí dividendového diskontního modelu. Získané hodnoty však nedávaly smysluplné výsledky, ani při úpravě metodiky například při výpočtu koeficientu β , a tak jsem od využití dividendovy metody určování ceny akcií upustil. Navíc podniky jsou s jejich výplatou po krizovém období prozatím opatrné.

Z výstupů finanční analýzy byla sestavena matice pro vzájemné porovnání podniků jediným kvantifikovaným údajem. Váhy jednotlivých ukazatelů jsem se snažil přiřadit objektivně dle důležitosti ukazatelů, aby nedošlo ke směřování výsledku do určité

podoby. Již během analýzy jednotlivých podniků se některé jeví jako mnohem lepší než jiné.

Na základě výše uvedených poznatků a zpracovaných analýz, jsem jako nejvýhodnější investici vybral akcie německého výrobce **Volkswagen AG**. Jeho přednostmi jsou dobré výsledky finanční analýzy vzhledem k nízké ceně akcií, produktová nabídka a působnost na více trzích. Rizikem je možné negativní ocenění plánované fúze se skupinou Porsche SE trhem.

Zdroje

Bibliografie

- 1) JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3
- 2) KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*, Praha: C.H.Beck, 2005. ISBN 80-7179-321-3
- 3) LEVY, H., SARNAT, M. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 1999. 924 s. ISBN 80-7169-504-1
- 4) MAREK, P. a kol., *Studijní průvodce financemi podniku*. Praha: Ekopress, 2006. ISBN 80-86119-37-8
- 5) MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovnictví*. Praha: ETC Publishing, 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6
- 6) MUSÍLEK, P. *Trhy cenných papírů*. 2.vyd., Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5
- 7) REJNUŠ, O. *Finanční trhy - 2. rozšířené vydání*. Ekonomie. Ekonomie. Ostrava: Key Publishing, 2010. 660 s. ISBN 978-80-7418-080-4.
- 8) SEDLÁČEK, J. *Účetní data v rukou manažera*. Brno: Computer Press, 1998. 180 s. ISBN 80-7226-140-1

Internetové zdroje

- 9) TRUDELL, Craig. Audi-Ford Price Gap Widest Since 1999 as U.S. Gains Share: Cars. Bloomberg [online]. Oct 19, 2011, [cit. 2011-10-20]. Dostupný z WWW: <<http://www.bloomberg.com/news/2011-10-19/audi-ford-price-gap-widest-since-1999-as-u-s-gains-share-cars.html?cmpid=yahoo>>.
- 10) European Union. European Economic Forecast. In *European Economic Forecast : Autumn 2011* [online]. 2011 [cit. 2011-11-27]. Dostupné z WWW: <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2011/pdf/ee-2011-6_en.pdf>. ISBN 978-92-79-19317-0.
- 11) STOXX. FACTSHEET/6. In *EURO STOXX® SUPERSECTOR INDICES* [online]., 2011 [cit. 2011-12-02]. Dostupné z WWW: <http://www.stoxx.com/download/indices/factsheets/estx_supersectors_fs.pdf>.

- 12) International Organization of Motor Vehicle Manufacturers. WORLD RANKING OF MANUFACTURERS. In WORLD MOTOR VEHICLE PRODUCTION [online]. 2011 [cit. 2011-12-15]. Dostupné z WWW: <<http://oica.net/wp-content/uploads/ranking-2010.pdf>>.
- 13) CREMER, Andreas. Bloomberg [online]. 15.11.2011 [cit. 2011-12-16]. Volkswagen Seen Buying Porsche Automaker to Salvage Merger: Cars. Dostupné z WWW: <<http://www.bloomberg.com/news/2011-11-15/volkswagen-seen-buying-porsche-automaker-to-salvage-merger-cars.html>>.
- 14) ACEA. EUROPEAN UNION ECONOMIC REPORT. In EU ECONOMIC REPORT JUNE 2011[online]. 2011 [cit. 2011-12-15]. Dostupné z WWW: <http://www.acea.be/images/uploads/files/20110927_ER_1105_2011_I_Q4.pdf>

Podnikové zdroje:

BMW

- 15) Bayerische Motoren Werke. *Annual report 2010* [online]. 2010 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://annual-report.bmwgroup.com/2010/gb/files/pdf/en/BMW_Group_AR2010.pdf>
- 16) Bayerische Motoren Werke. Quarterly Report: to 30 March 2011 [online]. [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/e/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/finanzberichte/zwischenberichte/2011/0311/_pdf/Q1_2011_BMW_Group_engl_Online.pdf>
- 17) Bayerische Motoren Werke. *Quarterly Report: to 30 June 2011* [online]. [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/e/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/finanzberichte/zwischenberichte/2011/0611/_pdf/Q2_2011_BMW_Group_engl_Online.pdf>
- 18) Bayerische Motoren Werke. *Quarterly Report: to 30 September 2011* [online]. [cit. 2011-11-20]. Dostupné z WWW: <http://www.bmwgroup.com/bmwgroup_prod/e/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/finanzberichte/zwischenberichte/2011/0911/_pdf/Q3_2011_BMW_Group_engl_Online.pdf>

estor_relations/finanzberichte/zwischenberichte/2011/0311/_pdf/Q1_2011_BMW_Group_engl_Online.pdf>

Daimler

- 19) Daimler. *Fact Sheet for Q2 2011 and H1 2011* [online]. [cit. 2011-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2046762_Daimler_Q2_FactSheet_2011_en.pdf>
- 20) Daimler. *Interim report Q1 2011* [online]. [cit. 2011-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2008876_Daimler_Q1_2011_Interim_Report.pdf>
- 21) Daimler. *Interim report Q2 2011* [online]. [cit. 2011-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2046732_Daimler_Q2_Interim_Report_2011_en.pdf>
- 22) Daimler. *Interim report Q3 2011* [online]. [cit. 2011-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2082054_Daimler_Q3_2011_Interim_Report.pdf>
- 23) Daimler. *Fact Sheet for Q1* [online]. [cit. 2011-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2008894_Daimler_Q1_2011_Fact_Sheet.pdf>
- 24) Daimler. *Fact Sheet for Q3 and January-September 2011* [online]. [cit. 2011-12-18]. Dostupné z WWW: <http://www.daimler.com/Projects/c2c/channel/documents/2082073_Daimler_Q3_2011_Fact_Sheet.pdf>

Fiat

- 25) Fiat Group. *Fiat Group Consolidated Financial Statements at december 2010* [online]. [cit. 2011-11-15]. Dostupné z WWW: <<http://www.fiatspa.com/en->

US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Bilanci/2010/Schemi_consolidato_ENG.pdf>

- 26) Fiat SPA. *Interim Report for the quarter ended 31 March 2011* [online]. 2010 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.fiatspa.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Trimestrali/2011/FIAT_Q1_2011_REPORT.pdf>
- 27) Fiat SPA. *2011 Half-year Financial Report Second Quarter* [online]. 2010 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW:
- 28) Fiat SPA. *Interim Report for the period ended 30 September 2011* [online]. 2010 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.fiatspa.com/en-US/investor_relations/financial_reports/FiatDocuments/Trimestrali/2011/FIAT_Q3_2011_REPORT.pdf>
- 29) Fiat SPA. *Fiat post demerger* [online]. 2010 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW:
<[http://www.fiatspa.com/it-IT/investor_relations/investors/presentazioni/FiatDocuments/2010/Fiat%20-%20Investor%20meetings%20in%20US%20\(Dec%2013-17,%202010\)%20-%20NIS.pdf](http://www.fiatspa.com/it-IT/investor_relations/investors/presentazioni/FiatDocuments/2010/Fiat%20-%20Investor%20meetings%20in%20US%20(Dec%2013-17,%202010)%20-%20NIS.pdf)>.

PSA

- 30) PEUGEOT S.A.. 2010 Annual Results [online]. [cit. 2011-10-19]. Dostupné z WWW:
<http://www.psa-peugeot-citroen.com/espace_presse/results_2010_02_08/documents/en/2010_Annual_Results_VA.pdf>
- 31) PEUGEOT S.A.. 2010 *Press relase 26 October 2011* [online]. [cit. 2011-10-19]. Dostupné z WWW: <http://www.psa-peugeot-citroen.com/espace_presse/CA_3etrim_2011/pdf/cp_ca_2011_en.pdf>
- 32) PEUGEOT S.A.. 2010 *Press relase April 20, 2011* [online]. [cit. 2011-10-19]. Dostupné z WWW: <http://www.psa-peugeot-citroen.com/document/presentations/psa_cp_ca_t1_2011_en.pdf>
- 33) PEUGEOT S.A.. 2011 First Hlaf Results [online]. [cit. 2011-10-18]. Dostupné z WWW: <[http://www.psa-peugeot-citroen.com/document/publication/Presentation%20Results%20H1%202011_VA_DEF\[1\]1311756269.pdf](http://www.psa-peugeot-citroen.com/document/publication/Presentation%20Results%20H1%202011_VA_DEF[1]1311756269.pdf)>

Renault

- 34) Renault. *2010 Consolidated financial statements* [online]. [cit. 2011-11-09].
Dostupné z WWW:
<<http://www.renault.com/en/lists/archivesdocuments/2010%20consolidated%20financial%20statements.pdf>>
- 35) Renault. *EARNINGS REPORT First Half 2011* [online]. [cit. 2011-11-09].
Dostupné z WWW: <
<http://www.renault.com/en/lists/archivesdocuments/h1%202011%20earnings%20report.pdf>>
- 36) Renault. *Renault Group - Q1 2011* [online]. [cit. 2011-11-09]. Dostupné z
WWW:
<<http://www.renault.com/en/lists/archivesdocuments/q1%20revenues%202011.pdf>>
- 37) Renault. *Renault Group Q3 - 2011* [online]. [cit. 2011-11-09]. Dostupné z
WWW:
<<http://www.renault.com/en/lists/archivesdocuments/q3%20revenues%202011.pdf>>

Volkswagen

- 38) Volkswagen AG. *Leaflet Fact and Figures January to September* [online]. 2011
[cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW:
<http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/10/leaflet_january_to_september_2011.bin.html/binarystorageitem/file/2011_Q3_WEB_Leaflet_en.pdf>.
- 39) Volkswagen AG. *Leaflet Fact and Figures January to June* [online]. 2011 [cit. 2011-12-16].
Dostupné z WWW: <
http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/08/Leaflet_-_Facts_and_Figures_January_to_June_2011.bin.html/binarystorageitem/file/2011_Q2_WEB_Leaflet_en.pdf>.
- 40) Volkswagen AG. *Half-Yearly Financial Report* [online]. 2011 [cit. 2011-12-16].
Dostupné z WWW:

- <http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/07/HY_Report.bin.html/binarystorageitem/file/HY_2011_e.pdf>.
- 41) Volkswagen AG. Forming an Integrated Automotive Group with Porsche. In *Volkswagen Group – Factbook 2011* [online]. 2011 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/04/Factbook_2011.bin.html/binarystorageitem/file/Factbook+2011.pdf>.
- 42) Volkswagen AG. *Interim Report January-March 2011* [online]. 2011 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/04/Q1_Report.bin.html/binarystorageitem/file/Q1_2011_e.pdf>.
- 43) Volkswagen AG. *Leaflet Fact and Figures January to March 2011* [online]. 2011 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/04/leaflet_facts_and.bin.html/binarystorageitem/file/2011_Q1_Leaflet_en.pdf>.
- 44) Volkswagen AG. *Interim Report January-September 2011* [online]. 2011 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/10/Q3_Report.bin.html/binarystorageitem/file/Q3_2011_e.pdf>.
- 45) Volkswagen AG. *Annual report 2010* [online]. 2011 [cit. 2011-12-16]. Dostupné z WWW: <http://www.volkswagenag.com/content/vwcorp/info_center/en/publications/2011/03/Volkswagen_AG_Geschaeftsbericht_2010.bin.html/binarystorageitem/file/GB_2010_e.pdf>.

Seznam použitých zkratek

ADR	American depositary receipt
AG	Aktiengesellschaft
CEO	Chief Executive Officer
CKD	Complete knock-down
EAT	Earnings after taxes
EBIT	Earnings before interests and taxes
HCV	Heavy commercial vehicle
ISIN	International Securities Identification Number
LCV	Light commercial vehicle
LLC	Limited Liability Company
MERCOSUR	Mercado Común del Sur
NAFTA	North American Free Trade Agreement
s.a.s	société par actions simplifiée
S.p.A.	Società per azioni
SA	Société Anonyme
USD	United States Dollar

Seznam tabulek a obrázků

Tabulka 1 Dceřinné společnosti.....	19
Tabulka 2 Výchozí matice pro porovnávání firem (8)	35
Tabulka 3 Počet osobních automobilů na 1000 obyvatel. Rok 2009.....	37
Tabulka 4 Míra zdanění ve vybraných státech	38
Tabulka 5 Produkce automobilů dle výrobce v roce 2010 (12).....	42
Tabulka 6 BMW - značky	48
Tabulka 7 BMW - ukazatele tržní hodnoty	50
Tabulka 8 BMW - ukazatele rentability	50
Tabulka 9 BMW - ukazatele zadluženosti.....	51
Tabulka 10 Daimler - tržby, EBIT, EAT	53
Tabulka 11 Daimler - divize	53
Tabulka 12 Daimler - ukazatele tržní hodnoty	55
Tabulka 13 Daimler - ukazatele rentability	55
Tabulka 14 Daimler - ukazatele zadluženosti.....	56
Tabulka 15 Fiat - zisk, EBIT, EAT.....	59
Tabulka 16 Fiat - divize	59
Tabulka 17 Fiat - ukazatele rentability	61
Tabulka 18 Fiat - ukazatele rentability (modifikace).....	61
Tabulka 19 Fiat - ukazatele zadluženosti.....	62
Tabulka 20 PSA - tržby, EBIT, EAT.....	64
Tabulka 21 PSA - divize	64
Tabulka 22 PSA - ukazatele tržní hodnoty	66
Tabulka 23 PSA - ukazatele rentability	66
Tabulka 24 PSA - ukazatele zadluženosti.....	66
Tabulka 25 Renault - tržby, EBIT, EAT.....	68
Tabulka 26 Renault - tržby	68
Tabulka 27 Renault - ukazatele tržní hodnoty	69
Tabulka 28 Renault - ukazatele rentability	70
Tabulka 29 Renault - ukazatele rentability	70
Tabulka 30 VW - Tržby, EBIT, EAT	74
Tabulka 31 VW - značky	74

Tabulka 32 VW - ukazatele tržní hodnoty.....	76
Tabulka 33 VW-ukazatele rentability.....	76
Tabulka 34 VW - ukazatele zadluženosti	77
Tabulka 35 Beta faktor	78
Tabulka 36 Rating.....	79
Tabulka 37 Srovnávací matice 1/2.....	82
Tabulka 38 Srovnávací matice 2/2.....	82
Obrázek 1Magický investiční trojúhelník (6).....	12
Obrázek 2 Trhy cenných papírů (7).....	21
Obrázek 3 Meziroční změna HDP v %. (10).....	37
Obrázek 4 Srovnání procentuální výkonnosti indexů.....	46
Obrázek 5 Struktura hlasovacích práv BMW	47
Obrázek 6 BMW - Tržby, EBIT, EAT	48
Obrázek 7 BMW - tržby	49
Obrázek 8 BMW - kurz akcie	49
Obrázek 9 Daimler - struktura hlasovacích práv	52
Obrázek 10 Daimler - tržby	54
Obrázek 11 Daimler - kurz akcie.....	55
Obrázek 12 Fiat + Chrysler.....	60
Obrázek 13 Fiat - kurz akcie.....	60
Obrázek 14 Fiat - ukazatele tržní hodnoty.....	61
Obrázek 15 PSA - struktura hlasovacích práv	63
Obrázek 16 PSA - tržby	65
Obrázek 17 PSA - kurz akcie.....	65
Obrázek 18 Renault - struktura akcionářů	67
Obrázek 19 Renault - kurz akcie.....	69
Obrázek 20 Holding VW-Porsche	71
Obrázek 21 VW - struktura hlasovacích práv.....	73
Obrázek 22 VW - tržby.....	75
Obrázek 23 VW - kurz akcií.....	75